



# DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Die Auswirkungen der dritten Änderung der Verordnung  
über die Anlage des gebundenen Vermögens von  
Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung-AnlV)“

Verfasser

András Mészáros

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Jänner 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Diplomstudium Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer:

o. Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger



## **Danksagung**

Hiermit möchte ich die einmalige Gelegenheit nutzen und ein großer Dank an alle aussprechen, die mich nicht nur während meiner Diplomarbeit sondern auch während des ganzen Studiums an der Universität Wien intensiv unterstützt und begleitet haben.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger für die Überlassung des wirklich sehr interessanten Themas und für die sehr gute Betreuung meiner Diplomarbeit.

Weiter, ein riesengroßes Dankeschön geht besonders an meinen Eltern und auch meiner Familie, die mir das Studium an der Universität Wien finanziell ermöglicht haben und mich während meines Studiums Moral unterstützt haben.

Nicht zuletzt möchte ich auch meiner Freundin Lívia danken, dass sie mich während des gesamten Studiums positiv motiviert und jederzeit unterstützt hat.



## **Eidesstattliche Erklärung**

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Quellen verfasst habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Ich versichere, dass die Arbeit bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde weder im In- noch im Ausland vorgelegt und auch nicht veröffentlicht wurde.

Wien, Februar 2012



## **Inhaltsverzeichnis**

<b>ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS.....</b>	<b>I</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>III</b>
<b>1. EINLEITUNG.....</b>	<b>1</b>
<b>2. ALLGEMEINE BESTIMMUNGEN.....</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Rechtliche Rahmenbedingungen.....</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Begriffsbestimmungen.....</b>	<b>4</b>
2.2.1. Zusammensetzung des Versicherungsvermögens.....	4
2.2.2. Kapitalanlagen.....	5
2.2.3. Anlageverordnung.....	6
2.2.4. Risikokapitalquote.....	6
2.2.5. Direkte und indirekte Anlagen.....	7
<b>3. REGULIERUNG DES DEUTSCHEN VERSICHERUNGSMARKTES.....</b>	<b>8</b>
<b>3.1. Die Bedeutung der Regulierung des Versicherungsmarktes.....</b>	<b>8</b>
<b>3.2. Historischer Überblick der Regulierung des Versicherungsmarktes         und der Kapitalanlagen.....</b>	<b>11</b>
3.2.1. Geschichte des VAG Gesetzes.....	11
3.2.2. Die Geschichte und die Aufgaben der BaFin.....	12
3.2.3. Die Geschichte und die Entwicklung der AnlV.....	12
3.2.4. Die erste Änderungen der AnlV.....	13
3.2.5. Die zweite Änderungen der AnlV.....	14
3.2.6. Die dritte Änderungen der AnlV.....	15
3.2.7. Die vierte Änderungen der AnlV.....	16
<b>4. MARKTSITUATION IN DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSBRANCHE.....</b>	<b>17</b>
<b>4.1. Entwicklung der deutschen Versicherungsbranche         in der letzten Jahren.....</b>	<b>17</b>
<b>4.2. Entwicklung der deutschen Kapitalanlagen.....</b>	<b>19</b>
<b>4.3. Zusammensetzung der Risikokapitalanlagenquote.....</b>	<b>22</b>
<b>5. DARSTELLUNG DER DRITTEN ÄNDERUNGEN DER ANLV.....</b>	<b>24</b>

<b>5.1. Änderungen der Anlagegrundsätze</b>	
<b>und des Anlagemanagements (§1 AnlV).....</b>	<b>24</b>
<b>5.2. Änderungen der Anlageformen und andere Bestimmungen (§2 AnlV).....</b>	<b>27</b>
5.2.1. Allgemeine Bestimmung der Anlageformen.....	27
5.2.2. Änderungen der einzelnen Anlageformen.....	28
5.2.2.1. Darlehen.....	28
5.2.2.2. Darlehen an Unternehmen.....	30
5.2.2.3. Asset Backed Securities (ABS) und Credit Linked Notes (CLN).....	32
5.2.2.4. Gesellschaftsanteile.....	35
5.2.2.5. Immobilien und Immobilienfonds.....	37
5.2.2.6. Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds.....	39
5.2.2.7. Anlage bei multilateralen Entwicklungsbanken.....	43
5.2.3. Unzulässige Anlageformen und Ausnahmeregelung.....	43
5.2.4. Unveränderte Anlageformen des § 2 Abs. 1 AnlV.....	45
5.2.4.1. Forderungen.....	46
5.2.4.2. Schuldverschreibungen.....	47
5.2.4.3. Aktien.....	50
5.2.4.4. Öffnungsklausel.....	50
<b>5.3. Änderungen der Mischungsquote.....</b>	<b>51</b>
5.3.1. Allgemeine Bestimmung der Mischung.....	51
5.3.2. Änderungen in speziellen Mischungsquote.....	52
5.3.2.1. Hedgefonds – Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken.....	52
5.3.2.2. Mischungsquote der Rohstoffanlagen.....	54
5.3.2.3. Mischungsquote der Anlagen in Forderungen und Gesellschaftsanteile.....	55
5.3.2.4. Mischungsquote der Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds.....	56
5.3.3. Spezielle Mischungsquoten ohne Änderungen.....	56
5.3.3.1. Mischungsquote der Anlagen in Forderungen und andere Schuldverschreibungen.....	57
5.3.3.2. Mischungsquote der Anlagen in ABS und CLN.....	57
5.3.3.3. Öffnungsklausel.....	57



5.3.3.4.    Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds.....	58
5.3.4.    Befugnisse der Aufsichtsbehörde im Rahmen der Mischung.....	58
<b>5.4. Änderungen der Streuungsregelungen.....</b>	<b>59</b>
5.4.1.    Allgemeine Bestimmung der Streuung.....	59
5.4.2.    Änderungen der einzelnen Streuungsquoten.....	60
5.4.2.1.    Allgemeine Streuungsquote.....	60
5.4.2.2.    Streuungsquote der Anlagen in Darlehen.....	61
5.4.2.3.    Streuungsquote der Anlagen in Konzernunternehmen.....	62
5.4.2.4.    Streuungsquote der Anlagen in Beteiligungen.....	62
5.4.2.5.    Streuungsquote der Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds.....	63
5.4.3.    Streuungs Vorschriften ohne Änderung.....	64
5.4.3.1.    Streuungsregelungen bei Holdingsunternehmen.....	64
5.4.3.2.    Streuungsbeschränkung der Anlagen einer Pensionskasse.....	64
<b>5.5. Kongruenz und Übergangsregelung.....</b>	<b>64</b>
5.5.1.    Kongruenz.....	64
5.5.2.    Übergangsregelung.....	65
<b>6. SCHLUSSFOLGERUNG.....</b>	<b>66</b>
<b>7. ZUSAMMENFASSUNG.....</b>	<b>69</b>
<b>8. LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>72</b>
<b>9. LEBENSLAUF.....</b>	<b>78</b>



## **Abbildungs- und Tabellenverzeichnis**

### **ABBILDUNG**

<b>Nr. 1:</b>	Zusammensetzung des Versicherungsvermögens.....	5
<b>Nr. 2:</b>	Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsunternehmen.....	22

### **TABELLE**

<b>Nr. 1:</b>	Kapitalanlagen innerhalb der einzelnen Sparten.....	19
<b>Nr. 2:</b>	Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsunternehmen.....	21
<b>Nr. 3:</b>	Zusammensetzung der Risikokapitalanlagenquote.....	23
<b>Nr. 4:</b>	EU-Staatsanleihen.....	48
<b>Nr. 5:</b>	Kapitalanlagen der deutschen Versicherer in Hedgefonds.....	53



## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Securities
AktG	Aktiengesetz
AnlV	Anlageverordnung
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BetrAVG	Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung
Bill.	Billion
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BMF	Bundesministerium für Finanzen
bzw.	beziehungsweise
CLN	Credit Linked Notes
CDS	Credit Default Swap
DAX	Deutscher Aktienindex
d.h.	das heißt
ECB	Europäische Zentralbank
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
etc.	et cetera
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FMStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.d.	im Sinne der/des
inkl.	inklusive
InvG	Investmentgesetz
IWF	Internationale Währungsfond
max.	maximal
KG	Kommanditgesellschaft
Mio.	Million

Mrd.	Milliarde
Nr.	Nummer
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
ÖPP	Öffentlich-Private Partnerschaft
REIT	Real Estate Investments Trust
Rundschreiben	Rundschreiben R 4/2011 (VA)
S.	Seite
SPV	Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)
usw.	und so weiter
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Vgl.	Vergleich
z. Bsp.	zum Beispiel

## **1. Einleitung**

Am 1. Juli 2010 wurde, nach eine längere Vorbereitungsphase, die dritte Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (kurz AnlV) in Kraft getreten. Der Sinn der AnlV liegt vor allem in der Regulierung der Anlagen des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen. Darüber hinaus legt die AnlV noch die quantitativen (Mischungsquoten) und qualitativen (Streuungsquoten) Beschränkungen der allen gesetzlich zulässigen Anlageformen fest. In der AnlV definierte hohe Anforderungen, die an die Anlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen gestellt sind, werden die jederzeitige Erfüllbarkeit der Ansprüche von Versicherungsnehmern sicherstellen. Eine solche Regulierung ist im jeden Fall notwendig, da die Gesamthöhe der allen Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsunternehmen im Jahr 2010 mehr als 1,3 Bill. € betrug. Natürlich dann die Verwaltung einen so hohen Kapitalanlagevolumen erfordert auch eine erhöhte Aufmerksamkeit auf jede erhebliche Änderung an Finanz- und Kapitalmärkten.

Die neu eingeführten Änderungen in der dritten AnlV waren natürlich durch mehrere wesentliche Gründe verursacht. Die primären Gründe dabei waren vor allem die Anpassung an das Investmentgesetz (kurz InvG), die nicht ausreichende Flexibilität der AnlV, die mangelnden Diversifikationsmöglichkeiten sowie die drohende Ansteckungsgefahr bei konzerninternen Anlagen. Die sekundären Gründe waren allerdings die weltweit ständige Turbulenzen und die wachsende Unsicherheit an Finanz- und Kapitalmärkten, sowie die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise in den letzten Jahren.

Von der neuen AnlV hat der Verordnungsgeber insbesondere eine Liberalisierung der Kapitalanlagen, neue Anlagemöglichkeiten und Verminderungen der drohenden Risiken aus Finanz- und Wirtschaftskrise, sowie die Verschärfung der Sicherheit von Anlagen erwartet. Inwieweit haben sich die genannten Erwartungen erfüllt oder nicht? Waren die eingeführten Änderungen der dritten AnlV sinnvoll oder nicht? Hat die dritte AnlV neue Chancen und Anlagemöglichkeiten gebracht oder eher mehr Beschränkungen? In dem nachfolgenden Darstellung werden auf diese Fragen ausführliche Antworten gesucht, die vielleicht die erwähnten Erwartungen bestätigen oder widerlegen. Jedoch in dem ersten Teil werden zuerst die allgemeinen Bestimmungen klargestellt, wie z. Bsp. die Bestimmungen der einzelnen Begriffen und der rechtlichen Rahmenbedingungen, die Bedeutung der Regulierung des

deutschen Versicherungsmarktes, die historische Überblick der Änderungen der AnlV sowie die aktuelle Marktsituation in der Versicherungsbranche.



## **2. Allgemeine Bestimmungen**

Ziel dieses Kapitel ist einerseits die rechtlichen Rahmenbedingungen möglichst ausreichend abzugrenzen, und andererseits die wichtigsten Begriffe der Kapitalanlagetätigkeit eines Versicherungsunternehmens ausführlich zu definieren. Darüber hinaus erwirbt man eine detaillierte Übersicht über die Zusammensetzung der Vermögensstruktur des Versicherungsunternehmens innerhalb der Kapitalanlagetätigkeit und über den Ablauf der Gesetzgebung einer bestimmten Verordnung.

### **2.1. Rechtliche Rahmenbedingungen**

Die Kapitalanleger bzw. Versicherungsunternehmen in Deutschland unterliegen einen den strengsten rechtlichen Rahmenbedingungen, die insbesondere im Versicherungsaufsichtsgesetz (kurz VAG) und in der AnlV umfasst sind. Die nachfolgenden Tatsachen erklären näher nur den organisatorischen Ablauf einer Änderung der AnlV, wobei ein historischer Überblick über die Regulierung des deutschen Versicherungsmarktes insbesondere durch das VAG Gesetz und die AnlV und ihre Entwicklungsphase im nachfolgenden Kapitel dargestellt wird.

Das VAG Gesetz, die zuletzt vom 1. März 2011 (BGBl. I S. 288) geändert worden ist, reguliert vor allem die staatliche Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds. Diese aufsichtsrechtlichen Vorschriften dienen vor allem zum Schutz der Vermögensgegenstände einerseits des Versicherungsunternehmens und andererseits der Anleger als Versicherungsnehmer. Auf Grund des §54 Abs. 3 VAG ist die Bundesregierung ermächtigt, um die rechtlichen Regelungen der Anlage des gebunden Vermögen von Versicherungsunternehmen durch eine Verordnung festzulegen.

Die AnlV war zuletzt im Februar 2011 zum vierten Mal (BGBl. I S. 250) geändert, aber in der nachfolgenden Problemstellung wird ausdrücklich die dritte AnlV, die am 1. Juli 2010 (BGBl. I S. 841) in Kraft getreten wurde, in Betracht genommen.

Natürlich einer Verordnung geht immer ein Entwurf mit Begründung der Änderungen voran. Der Entwurf der dritten AnlV hat das Bundesministerium für Finanzen (kurz BMF) noch im Juli 2008 erarbeitet. Aber die endgültige Fassung des Entwurfes haben noch die einzelnen Stellungnahmen der verantwortlichen Behörden verändert. Der nachfolgende Text wird sich auf diesen Entwurf berufen.

Außer dem VAG Gesetz und der AnlV haben die Kapitalanleger weitere Rechtsnormen, wie z. Bsp. das neue Rundschreiben R 4/2011 (VA) (kurz Rundschreiben) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz BaFin), das am 15. April 2011 in Kraft getreten wurde und noch weiteren Rechtsnormen zu beachten.

Die Versicherungsaufsicht in Deutschland liegt der BaFin ob, und was ihre Aufgabe und Rolle betrifft, wird in folgenden Kapiteln dargestellt.

Nur so eine kleine Bemerkung zu den nachfolgenden Interpretationen und den jeweiligen Rechtsnormen und Gesetzen, die sich ausschließlich auf die oben genannte Fassung des VAG Gesetzes, auf die AnlV sowie auf das Rundschreiben beziehen. Im Anderenfalls wird direkt im Text oder in Fußnoten explizit darauf hingewiesen.

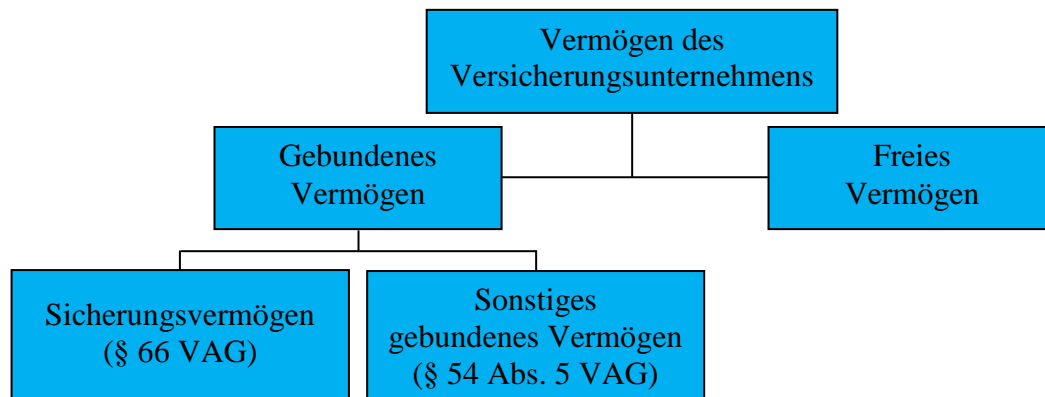
## **2.2. Begriffsbestimmungen**

Zu diesen Begriffen gehören vor allem die Zusammensetzung der Vermögensmassen des Versicherungsunternehmens, sowie die Bedeutung der Kapitalanlagen, der Anlageverordnung im Allgemeinen und der Risikokapitalquote, und nicht zuletzt der Unterschied zwischen direkten und indirekten Anlagen.

### **2.2.1. Zusammensetzung des Versicherungsvermögens**

Vermögen des Versicherungsunternehmens setzt sich aus gebundenes Vermögen, das noch auf Sicherungsvermögen und sonstiges gebundenes Vermögen aufgeteilt ist, und freies Vermögen zusammen.

Abbildung Nr. 1: Zusammensetzung des Versicherungsvermögens



Quelle: Dr. Zeller, Konferenz über Kapitalanlagen - AnlV in Düsseldorf (2010), S. 6

Der wesentliche Unterschied zwischen dem gebundenen und freien Vermögen liegt in rechtlichen Vorgaben bei ihrer Anlage. Die Anlage des gebundenen Vermögens unterliegt den strengen Vorschriften des §54 VAG Gesetzes, der AnlV sowie weiteren Rundschreiben der BaFin. Auf der anderen Seite, bei der Anlage des freien Vermögens, existiert deutlich mehr Freiheit, weil diese grundsätzlich keinen rechtlichen Regulierungen unterliegt.<sup>1</sup> Es gibt aber eine Ausnahme und zwar bei versicherungsfremden Geschäften und „Derivaten“, die im §7 Abs. 2 VAG geregelt ist. Aufgrund des VAG Gesetzes ist ein Geschäft nur dann versicherungsfremdes Geschäft, wenn dies nicht in unmittelbaren Zusammenhang mit Versicherungsgeschäften steht.<sup>2</sup> Ansonsten sind solche Geschäfte unzulässig.

### 2.2.2. Kapitalanlagen

Die Kapitalanlagen, die oft als Geldanlagen bezeichnet werden, bedeuten in der Allgemeinheit bestimmte Finanzinstrumente des Kapitalmarktes. Ziel jeder Investition im Endeffekt ist ein möglichst hoher Gewinn zu erzielen. Man unterscheidet verschiedene Arten von Kapitalanlage je nach der Verzinsung, nach der Sicherheit, nach dem Zeitintervall und noch nach anderen Entscheidungskriterien. In der Versicherungsbranche sind die Kapitalanlagen wie folgt definiert: „Mit der Vermögensanlagetätigkeit hat der Versicherer durch Art, Umfang und Qualität der Deckungsmittel die dauernde Erfüllbarkeit der

<sup>1</sup> Dr. Zeller, Konferenz über Kapitalanlagen – AnlV in Düsseldorf (2010), S. 7

<sup>2</sup> VAG §7 Abs. 2, S. 13,14

*Versicherungsverträge sicherzustellen.*<sup>3</sup> Die Anlagen der Versicherungsvermögen sind den strengen rechtlichen Rahmen und Vorschriften unterworfen, die die jederzeitige Erfüllbarkeit von Ansprüchen der Versicherungsnehmer gewährleisten muss. Aufgrund des §54 Abs. 1 VAG sind die gebundenen Vermögen unter Berücksichtigung entsprechenden Vorschriften des Gesetzes so anzulegen, „dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird.“<sup>4</sup>

### **2.2.3. Anlageverordnung**

Die AnlV ist die wichtigste deutsche Rechtsnorm, die die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen reguliert. Die AnlV definiert alle mögliche und zulässige Anlageformen bzw. Anlageklassen, die Qualität der Anforderungen an die Vermögensgegenstände, die notwendigen Vorschriften zur Streuung und Mischung, sowie die quantitative Beschränkung der Streuungs- und Mischungsverhältnisanteile und letztlich die Vorgaben zu Kongruenz und Belegenheit der Vermögensgegenstände.<sup>5</sup> Die Wichtigkeit und die Notwendigkeit der AnlV bestätigt vor allem die Gesamthöhe 1.368 Mrd. €<sup>6</sup> der allen deutschen Kapitalanlagen am Versicherungsmarkt.

### **2.2.4. Risikokapitalquote**

Die Risikokapitalquote ist eine Bilanzkennzahl der Finanzierungsstruktur und dient vor allem für eine Analyse der Passivseite der Bilanz. Darüber hinaus ist diese wie folgt definiert: „die Risikokapitalquote ist das Verhältnis des Risikokapitals zum Gesamtkapital des Unternehmens.“<sup>7</sup> Das Risikokapital ist ein wesentlicher Teil des Eigenkapitals des Unternehmens und wird insbesondere für die Deckung von unabsehbaren Risiken gebildet. Die Berechnung der Risikokapitalquote erfolgt aufgrund einer allgemein bekannten Formel und zwar:

$$\text{Risikokapitalquote} = (\text{Risikokapital} / \text{Gesamtkapital}) * 100$$

---

<sup>3</sup> Homepage BaFin, Kapitalanlagen, (Zugriff am 4.2.2011), [http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Kapitalanlagen/kapitalanlagen\\_\\_node.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Kapitalanlagen/kapitalanlagen__node.html?__nnn=true)

<sup>4</sup> VAG §54 Abs. 1, S. 45

<sup>5</sup> Vgl. Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 15

<sup>6</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Kapitalanlagen (2010), S. 95

<sup>7</sup> Homepage Finanz Lexikon, (Zugriff am 2.2.2011), [http://www.finanz-lexikon.de/risikokapitalquote\\_4298.html](http://www.finanz-lexikon.de/risikokapitalquote_4298.html)

In der Versicherungswirtschaft ist die Bestimmung der Risikokapitalquote ebenso wichtig, und gemäß der §3 Abs. 3 AnlV ist die Grenze der Risikokapitalquote auf maximal 35% des gebundenen Versicherungsvermögen festgelegt. Das Risikokapital setzt sich in der Versicherungswirtschaft aus direkten und indirekten Anlagen zusammen, die im §2 Abs. 1 der AnlV aufgezählt sind. Im Allgemeinen ist das Risikokapital aus Rückstellungen (Abfertigungs-, Pensions- und langfristigen Rückstellungen) und stillen Reserven gebildet.<sup>8</sup>

#### **2.2.5. Direkte und indirekte Anlagen**

Der Kapitalmarkt unterscheidet im Bereich der Kapitalanlagen zwischen direkten und indirekten Anlagen. Eine solche Differenzierung ist ausschließlich auf Anlageprodukte abzugrenzen, wobei, wenn die Anlage einzeln angelegt wird, bezeichnet man diese als direkte Anlage (bzw. Einzelanlage wie z. Bsp. Aktien, Anleihen usw.) und im Gegenteil die indirekte Anlage ist eine Sammlung von mehreren Einzelanlagen oder eine ihre Ableitung (wie z. Bsp. Derivaten).<sup>9</sup> In der AnlV in den entsprechenden Paragraphen sind alle zulässige direkte und indirekte Anlageformen aufgelistet, sowie die Bestimmung über ihren qualitativen und quantitativen Beschränkungen.

---

<sup>8</sup> Vgl. Homepage Finanz Lexikon, (Zugriff am 2.2.2011), [http://www.finanzlexikon.de/risikokapitalquote\\_4298.html](http://www.finanzlexikon.de/risikokapitalquote_4298.html)

<sup>9</sup> Vgl. Homepage Boerse.de, (Zugriff am 2.2.2011), <http://www.boerse.de/grundlagen/index/Direkt-und-indirekt-aktiv-und-passiv|33>

### **3. Regulierung des deutschen Versicherungsmarktes**

Schon in der Vergangenheit, wenn das wirtschaftliche Umfeld weniger entwickelt und dynamisch war als heute, waren die Wirtschaftsprozesse mit unterschiedlichen Regulierungen und Beschränkungen beeinflusst. Diese sollten vor allem die Handlungs- und Verfügungsmöglichkeiten von Menschen und ihres Verhalten „in den Grenzen“ halten.<sup>10</sup> Und da die AnlV für Versicherungen ein Teil von zahlreichen Regulierungen in der Versicherungsbranche ist, ist es notwendig zu Beginn über diese mehr als ein paar Wörter zu schreiben. Die nachfolgenden Unterkapiteln werden sich nicht nur mit der allgemeinen Bedeutung der Regulierung der Versicherungsbranche beschäftigen, sondern auch mit dem historischen Überblick der Regulierung des deutschen Versicherungsmarktes insbesondere durch das VAG Gesetz, die AnlV für Versicherungsunternehmen und anderen Rechtsnormen.

#### **3.1. Die Bedeutung der Regulierung des Versicherungsmarktes**

Der Begriff Regulierung hat weitgehende Bedeutung, aber in unserem Konzept kann man diese wie folgt definieren:

Regulierungen sind meistens direkte Eingriffe des Staates und der EU durch verschiedene Gesetze, Verordnungen, Richtlinien und andere notwendige Maßnahmen in die Versicherungs- und Wirtschaftsprozesse, um einerseits die wirtschaftliche, soziale und politische Ziele zu erreichen und andererseits das öffentliche Interesse zu schützen. Die Regulierung ist nur dann richtig bestimmt, wenn diese die betroffenen Subjekte nicht fesseln sondern richtig motivieren. Weiter ist es aber allgemein bekannt, dass jede Regulierung ohne effektiven Kontrollmechanismus fast sinnlos ist. Man unterscheidet zwischen mehreren Arten der Regulierung, aber zu den bekanntesten rechnet man die sogenannte konstitutive (betrifft die Allgemeinheit und Öffentlichkeit) und spezielle (betrifft ein bestimmter Teil der Allgemeinheit z. Bsp. Versicherungsbranche, Banksektor, Sozialsektor etc.) Regulierung und die Selbstregulierung (privatautonome Vereinbarung über die Beschränkung der Handlungsfreiheit zwischen einzelnen Marktteilnehmer).<sup>11</sup>

Jeder Art der Regulierung muss relevant begründet werden. Zu den wichtigsten Gründen der Regulierung, die die allgemeine Wirtschaftsprozesse beschränken, gehören insbesondere

---

<sup>10</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 5

<sup>11</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 5

diese: Gefahr der ruinösen Konkurrenz, Gefahr natürlicher Monopole, externe Effekte im Leistungsprozess, Produktion öffentlicher Güter und asymmetrische Informationsverteilung.<sup>12</sup>

Vor allem diese fünf grundlegenden Ursachen haben die Richtung für die Regulierung nicht nur der Versicherungsbranche, sondern auch der anderen Wirtschaftsbranchen angedeutet und als richtige Ausgangspunkt gedient.

Da jeder Beschränkung ein grundlegendes Ziel haben muss, so kann man dies bei der Regulierung von Versicherungen folgenderweise definieren: „*die Risikobeschränkung sichert den Wert von Ansprüchen der Versicherten*“. <sup>13</sup> Natürlich dann müssen auch die Gründe einer Beschränkung dem festgelegten Ziel entsprechen.

Zu den wichtigsten Gründen, warum die Regulierung der Versicherungsbranche so wichtig und notwendig ist, ist die Vermeidung der Zahlungsunfähigkeit von Versicherungen. Das heißt es muss der Kapitalstruktur ein hohes Sicherheitsniveau geschaffen werden, um die Insolvenz der Versicherungen zu vermeiden und somit die Ansprüche der Versicherten zu erfüllen und zu garantieren.<sup>14</sup> Das Risiko der Zahlungsunfähigkeit ist vor allem durch die langfristigen Versicherungsverträge, durch das moralische Risiko (Moral-Hazard) und durch die negativen Risikoauslese (Adverse Selektion) bzw. Informationsasymmetrie verursacht.<sup>15</sup>

Die Notwendigkeit das erwähnte Risiko zu beschränken und regulieren, bestätigt uns maximal die heutige Situation an Finanzmärkten, darunter wird vor allem die Wirtschafts- und Finanzkrise verstanden und die dadurch entstandene große Zahlungsunfähigkeit der einzelnen EU-Staaten und des privaten Sektors. Leider herrscht eher die pessimistische Meinung, vor allem im Fall der eingeführten Notmaßnahmen wie EFSM bzw. EFSF, welche durch die Mitglieder der Eurozone, IWF und EU Zentralbank getroffen wurden, weil diese das Problem der alarmierenden Zahlungsunfähigkeit nur für eine gewisse Zeit aufgeschoben aber nicht aufgehoben werden. Diese Notmaßnahmen führen leider nur zur Erhöhung des moralischen Risikos und nicht zur Lösung des Kernproblems. Da die Versicherungsbranche mit Kapitalanlagen in der Höhe von 1.368 Mrd. € der größte institutionelle Anleger am deutschen Kapitalmarkt ist, betrachtet man dann die Verstärkung der finanziellen Stabilität und der Leistungsfähigkeit durch entsprechende Regulierungen als richtig und notwendig.<sup>16</sup> Zu den weiteren Gründen der Regulierung des Versicherungsmarktes gehören insbesondere die

---

<sup>12</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 9

<sup>13</sup> H. Schmidt, U3I-Seminar Finanzkrise (2010), S. 10

<sup>14</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 13

<sup>15</sup> Vgl. Dr. Finsinger, Unterlagen FIDI Theorie, Moralisches Risiko und Negative Risikoauslese, (2010), S. 1-20

<sup>16</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 13

Vermeidung des Free-Rider-Effektes und die Ersparnis von Informations- und Überwachungskosten, die vor allem für die kleinen Versicherungsnehmer eine wesentliche Bedeutung haben.<sup>17</sup> Unter Free-Rider-Effekt in diesem Konzept versteht man vor allem die Unterlassung der Kontrolle des Versicherers durch einigen Versicherungsnehmer und von den anderen Versicherungsnehmern das Gegenteil zu erwarten und noch davon zu profitieren. Dramatisch ist das Problem dann, wenn dies die Mehrheit unterlassen wird.

Um ein relevantes Ergebnis zu bekommen, muss man auch die Argumente gegen einer Regulierung der Versicherungsbranche betrachten. Nur so kann man ein relativ richtiges Optimum zu finden, aber es gilt weiterhin auch die richtige Abgrenzung der Problematik.

Ein wichtiges Gegenargument können die erhöhten Kosten (z. Bsp. Pflicht zur Bildung von finanziellen Reserven) für die Versicherer und für staatliches Aufsichtsamt bedeuten, die durch die Regulierung entstehen können.<sup>18</sup> Die Erhöhung von Kosten kann dazu führen, dass durch die Versicherer angebotenen Produkte zu teuer sein werden und im Endeffekt kann dies zur einen Überregulierung führen. Es muss erreicht werden, dass die Nachteile einer Regulierung ihre Vorteile nicht überwiegen werden. Der häufigste Grund gegen eine Beschränkung in der Versicherungsbranche, der meistens von der Seite der staatlichen Aufsichtsbehörden angewendet wird, ist die Unvollkommenheit der Kapitalmärkte bzw. Marktversagen.<sup>19</sup>

Trotz mehreren Gründen gegen eine Regulierung des Versicherungsmarktes überwiegen noch die Argumente dafür und damit kann man nur zustimmen. Der wichtigste und bedeutendste Grund, warum die Regulierung des Versicherungsmarktes so wichtig und notwendig ist, ist unbestritten die Gesamthöhe von Kapitalanlagen 1.368 Mrd. €, die die deutschen Versicherer insgesamt verwalten. Natürlich ebenso wichtig sind die Interessen der Versicherungsnehmer zu schützen, auch trotzdem, dass nach der Regulierung zur Erhöhung von einigen Kosten des Versicherers kommen sollte. Wie schon einmal erwähnt wurde, jede Regulierung hat nur dann Sinn und nur dann erfüllt ihres Ziel, wenn sie eine effektive und regelmäßige Kontrolle hat, wenn sie für Verstöße gegen Regeln und Gesetze sanktioniert werden kann, wenn sie relativ schnell mit verschiedenen Maßnahmen auf die Marktsituation reagieren kann und wenn sie die Befugnisse für Lösung der entstandenen Problemen hat.

---

<sup>17</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 13,14

<sup>18</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 14

<sup>19</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 14



### **3.2. Historischer Überblick der Regulierung des Versicherungsmarktes und der Kapitalanlagen**

#### **3.2.1. Geschichte des VAG Gesetzes**

Die Geschichte der Regulierung des Versicherungsmarktes hat eine mehr als hundertjährige Tradition, was die erste einheitliche und staatliche Aufsicht der deutschen Versicherungen aus dem Jahr 1901 beweist.<sup>20</sup> Die Grundlage für das heute geltende VAG Gesetz hat das Reichsgesetz über die privaten Versicherungsunternehmungen gebildet. Natürlich diese Versicherungsaufsicht, die am Anfang unter den Namen das Kaiserliche Aufsichtsamt für Privatversicherungen tätig war, ist während seiner langen Geschichte durch mehrere Entwicklungsphasen, Änderungen, aber auch durch Unterbrechung, Trennung und Verschmelzung durchgegangen. Die Entwicklungsphase war überhaupt nicht einfach und wurde diese durch verschiedene positive und negative Umständen beeinflusst. Zu diesen haben folgende gehört:

- die Erarbeitung von Aufsichtsgrundsätzen und die erstmalige Erfassung von allen, unter Aufsicht gehörenden Versicherungsunternehmen,
- die negativen Umstände wie der 1. und 2. Weltkrieg,
- die massive Inflation und die Währungsreform haben zur zeitweisen Unterbrechung der Versicherungsaufsicht geführt,
- Zusammenbrüche und wieder Aufbau, sowie auch Finanzhilfe auf Rettung von Versicherungen.<sup>21</sup>

Vielleicht die größten Meilensteine in der Entwicklung der Versicherungsaufsicht sind in 70-er und 80-er Jahren gekommen, und zwar durch die Harmonisierung des Dienstleistungsverkehrs bzw. durch die Niederlassungsfreiheit und nicht zuletzt durch die Einführung des Sitzlandprinzips.<sup>22</sup> Während der langen Entwicklungsphase der Versicherungsaufsicht ist es mehrmals zur verschiedenen Regulierungsmaßnahmen aber im Jahr 1994 auch zur Deregulierung der Aufsicht gekommen. Diese hat eine Erhöhung der Zahlungsunfähigkeit von mehreren Versicherungen verursacht.<sup>23</sup> Trotz aber allen Änderungen

---

<sup>20</sup> Vgl. Homepage BaFin, Geschichte, (Zugriff am 8.2.2011)

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte\\_\\_node.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte__node.html?__nnn=true)

<sup>21</sup> Vgl. Homepage BaFin, Geschichte, (Zugriff am 2.2.2011)

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte\\_\\_node.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte__node.html?__nnn=true)

<sup>22</sup> Vgl. Homepage BaFin, Geschichte, (Zugriff am 2.2.2011)

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte\\_\\_node.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte__node.html?__nnn=true)

<sup>23</sup> Vgl. Nguyen/D.Molinari, Versicherungsaufsicht in Deutschland (2009), S. 13

wurde das grundlegende Ziel der Versicherungsaufsicht, und zwar der Schutz des Versicherungsnehmers, beibehalten.

### **3.2.2. Die Geschichte und die Aufgaben der BaFin**

Die sogenannte moderne Geschichte der Versicherungsaufsicht hat sich in Mai 2002 mit der Verschmelzung von drei Aufsichtsbehörden (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, für den Wertpapierhandel und für das Versicherungswesen) in einem Aufsichtsamt begonnen, die als Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (kurz BaFin) genannt wurde. Die BaFin hat die deutschen Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht übernommen, um ein funktionsfähiges und stabiles Finanzsystem zu gewährleisten. Außer dem wurden ihr zahlreiche Aufgaben zugeordnet, die man in zwei Hauptgruppen verteilen kann, und zwar erstens die Erteilung der Genehmigung zum Geschäftsbetrieb und zweitens die laufende Aufsicht. Natürlich der Erwerb einer solchen Genehmigung ist mit der Erfüllung mehreren Voraussetzungen, die näher im §5 Abs. 1 VAG Gesetz festgestellt sind, bedingt. Unter laufender Aufsicht versteht man eine Rechts- und Finanzaufsicht gemäß §81 Abs. 1 S. 1 VAG Gesetzes, sowie eine regelmäßige und fallweise Aufsicht. Dabei handelt es sich um eine sorgfältige Beobachtung und Auswertung von angesammelten Informationen, die aufgrund einer Informationspflicht der Versicherer gegenüber der BaFin zustehen.

### **3.2.3. Die Geschichte und die Entwicklung der AnlV**

Die Regelung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen war beinahe 40 Jahre ein wesentlicher Bestandteil gemäß §54 und §54a VAG Gesetzes. Genau seit dem Jahr 1974 wurden die Grundprinzipien, die Anlageklassen, sowie die einzelnen Beschränkungen dieser Art der Kapitalanlagen in den §54a VAG eingearbeitet.<sup>24</sup> Zur ihren wesentlichen Harmonisierung und Änderung ist am 1. 1. 2002 gekommen, wenn dies durch §54a VAG Gesetz abgelöst wurde, und wurde mit der Anlageverordnung ersetzt. Diese Entscheidung haben die Versicherungsaufsichtsbehörde besonders positiv bewertet und ihre Stellungnahme zu dieser Änderung war wie folgt definiert: „Der Anlagekatalog wurde in die Anlageverordnung überführt. Somit kann auf die dynamischen Entwicklungen der Kapitalmärkte künftig auch regulatorisch schneller reagiert werden.“<sup>25</sup> Die Reaktionen der Versicherungsunternehmen waren global ebenso positiv, besonders die Erweiterung von

---

<sup>24</sup> Vgl. Horsch/Schölisch/Sturm, FB, Regulierung von Kapitalanlagen (12/2003), S. 851

<sup>25</sup> Horsch/Schölisch/Sturm, FB, Regulierung von Kapitalanlagen (12/2003), S. 851

Kapitalanlagealternativen, die verbesserte Diversifizierungs- und Ertragsmöglichkeiten haben gelobt.<sup>26</sup> Die Aufgabe und das Ziel der AnlV, wie schon einmal erwähnt wurde, liegen darin, dass die genauen Anlagegrundsätze, die einzelnen Anlageklassen, sowie ihre Mischungs- und Streuungsbeschränkung und die Übergangsregelung festgelegt wurden. Die reiche Geschichte der AnlV hat besonders die schnelle und dynamische Entwicklung der weltweiten und deutschen Kapitalmärkte verursacht, aber nicht zuletzt große Bedeutung haben die einzelnen Änderungen des InvG, des Rundschreibens und andere Rechtsnormen gehabt. Derzeit waren insgesamt vier Änderungen der AnlV notiert.

### 3.2.4. Die erste Änderungen der AnlV

Mit der Novellierung des InvG war der Gesetzgeber dazu gezwungen, dass die erste AnlV aus dem Jahr 2001 verändert werden muss. Die gesamte Überarbeitung mit der Anpassung der AnlV an das novellierte InvG ist am 25. August 2004 in Kraft getreten. Diese AnlV hat insbesondere folgende Änderungen gebracht:

- neue Anlagemöglichkeiten und zwar Anlagen:
  - in Anteile an inländischen Sondervermögen (inklusive Hedgefonds), wobei die Anteile an Altersvorsorge-Sondervermögen davon ausgenommen sind,
  - auch in ausländischen Investmentanteile, *„sofern diese von einer Investmentgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR ausgegeben werden“*,<sup>27</sup>
  - auch in Aktien und Schuldverschreibungen, wenn diese *„in einem Staat außerhalb des EWR in einem organisierten Markt einbezogen sind“*,<sup>28</sup>
  - in Asset Backed Securities und Credit Linked Notes, und in anderen vergleichbaren Anlagen, wobei die Mischungsquote von 7,5% darf nicht übersteigen werden,
- die Mischungsquote für Hedgefonds (insbesondere die Anlagen in inländischen und ausländischen Investmentanteilen, die Anlagen in inländischen Investmentaktiengesellschaften und anderen Anlagen, die mit Hedgefonds verbunden sind) war auf die Höhe von max. 5% festgelegt,

---

<sup>26</sup> Horsch/Schölisch/Sturm, FB, Regulierung von Kapitalanlagen (12/2003) S. 851

<sup>27</sup> 1. Änderung der AnlV, Legaldefinition §1 Abs. 1 Nr. 17 (2004), S. 4

<sup>28</sup> BaFin Jahresbericht, Änderung der AnlV (2004), S.145

- das auf 200% erhöhte Marktrisikopotenzial von richtlinienkonformen Sondervermögen im InvG muss aufgrund der AnlV auf die zulässige 35% Risikokapitalquote angerechnet werden.<sup>29</sup>

### 3.2.5. Die zweite Änderungen der AnlV

Solvency II und eine deutliche Verbesserung der qualitativen Vorgaben haben im Dezember 2007 zu den Hauptgründen für die nächste, und zwar die zweite Novellierung der AnlV für Versicherungsunternehmen gehört. Solvency II bestimmt die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen für die Aufsicht über Finanzdienstleistungen auf EU-Ebene, und soll auch zur Harmonisierung der Finanzaufsicht in Europa dienen.<sup>30</sup> Die qualitativen Vorgaben sollen durch die Einhaltung von Anlagengrundsätzen, durch ein qualifiziertes Anlagemanagement, durch die gerichtete Anlagepolitik und durch die sorgfältige interne Kontrollverfahren erreicht werden.<sup>31</sup> Die zweite Änderung der AnlV hat unter anderer einer Verpflichtung zur höheren Sicherheit von Kapitalanlagen durch eine Prüfung der Aktiv- und Passivseite der Bilanz und durch eine hohe Elastizität der Kapitalanlagen gegenüber verschiedenen Marktsituationen gebracht. Trotz einer erweiterten Anlagemöglichkeit und höheren Investitionsfreiheit mussten die Versicherungsunternehmen aufgrund der zweiten AnlV die Erfüllbarkeit von Ansprüchen der Versicherungsnehmer jederzeit gewährleisten und sicherzustellen. Bezüglich einer höheren Liberalisierung des Finanzmarktes wurde die Anlagehorizont auf Kapitalanlagen in OECD-Vollmitgliedstaaten erweitert, wobei speziell auf die Sicherheit von solchen Kapitalanlagen eine höhere Betonung gesetzt wurde.<sup>32</sup> Diese Ausdehnung hat für die Versicherer einerseits einen weiteren Anlagespielraum gebracht und andererseits eine Erhöhung von Sicherheitskosten. Eine weitere Änderung war die Anlagemöglichkeit in Rohstoffanlagen und die Bildung einer neuen Anlageform und zwar die Anlage in Aktien einer Real Estate Investments Trusts (kurz REITs) – Kapitalgesellschaft. Bei der letzten Anlageklasse sind noch die gesetzlichen Vorschriften zu erfüllen, wie z. B. Sitz der Kapitalgesellschaft in einem Staat des EWR oder Vollmitgliedstaat der OECD, Vorschriften des REIT-Gesetzes, Zuordnung den Immobilienanlagen, Anrechnung auf die

<sup>29</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Änderung der AnlV (2004), S.143-145

<sup>30</sup> Vgl. Homepage BaFin, Solvency II, (Zugriff am 1.3.2011), [http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Solvency2/solvency2\\_\\_no.de.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Solvency2/solvency2__no.de.html?__nnn=true)

<sup>31</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Verordnungen (2007), S. 78

<sup>32</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Verordnungen (2007), S. 79

Immobilienquote und noch andere Voraussetzungen.<sup>33</sup> Und nicht zu letzt auch die Anlagen in Darlehen wurden einer wesentlichen Erweiterung unterworfen. Aufgrund der zweiten Änderungsverordnung dürfen nunmehr die Versicherer das gebundene Vermögen auch in solchen Darlehen anlegen, für die ein Versicherungsunternehmen oder Rückversicherungsunternehmen das Ausfallrisiko versichert hat.<sup>34</sup> Die bisherige Regelung d.h. „*die Anlage in Darlehen, für deren Verzinsung und Rückzahlung ein Kreditinstitut die volle Gewährleistung übernommen hat*“,<sup>35</sup> wurde weiterhin beibehalten und nur um die letzte Bestimmung ergänzt. Darüber hinaus wurden noch in der zweiten AnlV einige Anlagen mit ähnlichen Eigenschaften zusammengefasst und in eine gemeinsame Anlageklasse einbezogen.

### **3.2.6. Die dritte Änderungen der AnlV**

Die deutlich veränderte wirtschaftliche Lage, die große Turbulenzen und die Unsicherheit am Finanz- und Kapitalmärkten aber auch die Änderung der Finanzmarktgesetzgebung (insbesondere das InvG) haben zur weiteren Eröffnung der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögen von Versicherungsunternehmen geführt. Besonders die Finanzkrise hat gezeigt, dass die fehlenden Diversifikationsmöglichkeiten und die konzerninternen Anlagen ein hohes Risiko dargestellt hat.<sup>36</sup> Die dritte Änderung der AnlV ist am 1. Juli 2010 in Kraft getreten und hat mit sich zahlreiche Änderungen im Bereich der Anlageformen, der quantitativen und qualitativen Beschränkung gebracht. Eine nähere Analyse der Änderungen und Details werden im nachfolgenden Kapitel 5 dargestellt.

### **3.2.7. Die vierte Änderungen der AnlV**

Als letzte, vierte Änderung der AnlV ist im Februar 2011 in Kraft getreten. Diese Änderung wurde vor allem durch die Erweiterung der Anlagemöglichkeit im Bereich der Anlage in Darlehen verursacht. Aufgrund der modifizierten AnlV ist nunmehr die Anlage in Darlehen an Abwicklungsanstalten im Sinne des §8a Abs. 1 des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (kurz FMStFG) möglich, soweit eine entsprechende Verlustausgleichspflicht erfüllt wird.<sup>37</sup> Unter Abwicklungsanstalt gemäß §8a Abs. 1 des FMStFG ist eine öffentlich-rechtliche Körperschaft zu verstehen, die eine

---

<sup>33</sup> Vgl. 2. Änderung der AnlV, §2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe b und §3 Abs. 4 (2007), S. 4 und 6

<sup>34</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Verordnungen (2007), S. 79

<sup>35</sup> 2. Änderung der AnlV, Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 3 Buchstabe e (2007), S. 2

<sup>36</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, AnlV (2010), S. 86

<sup>37</sup> Vgl. 4. Änderung der AnlV, §2 Abs. 1 Nr. 3 Buchstabe f (2011) und C.P. Wagner, Ernst & Young Financial Services Newsticker, 4. Verordnung zur Änderung der AnlV (3-2011), S. 11

Stabilisierungsfunktion hat, und übernimmt die Risikopositionen und die nichtstrategienotwendige Geschäftsbereiche und dann diese abwickelt.<sup>38</sup> Die AnlV hat für diesmal mit keiner qualitativen und quantitativen Beschränkung gerechnet.

---

<sup>38</sup> Vgl. §8a Abs. 1 FMStFG (2008), S. 9, 10

## **4. Marktsituation in der deutschen Versicherungsbranche**

### **4.1. Entwicklung der deutschen Versicherungsbranche in der letzten Jahren**

Die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise und die dadurch entstandenen Schäden in der deutschen Versicherungsbranche waren im Vergleich mit dem Banksektor viel geringere und weniger umfangreiche. Die Erklärung besteht vielleicht darin, dass die deutsche Versicherungsbranche in eine relativ gute Kondition war, was besonders ihrer konservativen Anlagepolitik danken kann und weiter darin, dass die deutschen Versicherer einer der strengsten Regulierungen auf EU-Ebene unterworfen sind.

Trotz aber der relativ starken Position der deutschen Versicherungswirtschaft im deutschen Finanzsektor, war ganz klar, dass sie durch die Situation an Weltfinanzmärkten genauso wie die anderen Branchen negativ beeinflusst wird. Die Entwicklung an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren insbesondere das niedrige Zinsniveau, die erhöhte Nervosität und die schwierige Wirtschaftslage haben sich bei der Entwicklung von neuen Versicherungsgeschäften deutlich widerspiegelt. Die Notmaßnahmen und das Konjunkturprogramm haben auch in der Versicherungsbranche eine teilweise Erholung gebracht. Dies war in Form eines Beitragswachstums *„vor allem von Einmalbeiträgen in der Lebensversicherungsbranche.“*<sup>39</sup> Eine umfangreichere Erholung in der Versicherungswirtschaft haben einerseits die niedrigen Zinsen, und andererseits die große Schwankungen von Risikoprämien (bzw. Kreditausfallswap-Prämien) gebremst. Die Konsequenzen eines langfristig niedrigen Zinsniveaus oder schon kleiner Schwankungen von Zinsen am Kapitalmarkt können dazu führen, dass die Versicherungsunternehmen gewisse Probleme mit der Erwirtschaftung von Garantieverpflichtung innerhalb der Lebensversicherungsbranche haben werden.<sup>40</sup> Wie schon oben genannt wurde, die Risikoprämien wurden seit dem Ausbruch der Finanzkrise starken Schwankungen unterworfen, was vor allem von der gesamten Wirtschaftsentwicklung abhängig ist. Aufgrund des Jahresberichtes 2010 der BaFin hat die Risikoprämie der ausgewählten deutschen Versicherungsunternehmen (z. Bsp. Allianz und Münchener) deutlich unter dem europäischen Durchschnitt gelegen.<sup>41</sup> Auch diese Tatsache zeigt uns wieder die gesunde und die starke

---

<sup>39</sup> BaFin Jahresbericht, Versicherer (2010), S. 32

<sup>40</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Versicherer (2010), S. 32

<sup>41</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Versicherer, Grafik 12 (2010), S. 33

Wirtschaftslage der Versicherungsbranche, die aber der Änderungen an den Kapitalmärkten nicht entgehen kann.

Zu den weiteren Ursachen des Tiefstandes der Versicherungsbranche war in der schlechten Entwicklung von Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen. Die Renditen haben in den letzten ein paar Jahren deutlich zurückgefallen und haben ihre historische Minimen aufgewiesen, die aber immer zum Jahresende normalisiert haben, doch sind immer noch weit hinter dem Normal geblieben. Also die niedrigen Ertragsmöglichkeiten der deutschen Versicherungsunternehmen aus den neuen und auch bestehenden Versicherungsgeschäften haben sich von den niedrigen Renditen resultiert. Neben der niedrigen Renditen war und für die Zukunft der Ertragsmöglichkeiten von Versicherungsnehmern ist noch die negative Entwicklung der Garantiezinsen an den Kapitalmärkten. Diese gewährleistet dann den Versicherungsnehmern die Garantieleistungen und leider bei der heutigen Wirtschaftslage liegt die Gefahr vor, dass diese durch die Versicherungsunternehmer nicht erwirtschaftet werden können. Derzeit beträgt der Garantiezinssatz für Neuverträge in der Lebensversicherungsbranche in der Höhe von max. 2,25%, die zuletzt im Jahr 2007 festgelegt wurde, wobei aber die Ausblicke auf Garantiezinssatz ab dem Jahr 2012 leider noch schlechtere sind, was bedeutet, dass dieser auf 1,75% gesenkt wird.<sup>42</sup>

In Bezug auf die Situation an Kapitalmärkten haben die Reaktionen der Ratingagenturen nicht lange auf sich warten gelassen, und haben nach dem Ausbruch der Finanzkrise mehrere ausländische aber auch einige deutsche Versicherungsunternehmer herabgestuft. Natürlich diese Herabstufung hat einen erkennbaren Einfluss auf die Entwicklung der Aktienindizes der deutschen Versicherungsbranche gegenüber dem DAX (Deutscher Aktienindex, umfasst die 30 größten deutschen Unternehmen) gehabt. Diese Entwicklung war eher schwankend. Die Ratingagenturen sind mit ihren Bewertungen und Einschätzungen viel mehr vorsichtiger als vor und während der Finanz- und Wirtschaftskrise, vielleicht auch deswegen, weil sie sich für die entstandene Situation an Kapitalmärkten Mitschuldig fühlen. Schlussendlich die oft fehlerhaften Entscheidungen haben dies auch bestätigt. Die heutigen Ausblicke der Ratingagenturen auf Jahr 2011 für die Versicherungswirtschaft sind eher positiv und stabil, aber eine deutliche Verbesserung von Ratings hängt viel von der globalen Wirtschaftssituation und ihre Entwicklung und Aktionsfähigkeit ab.

---

<sup>42</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Versicherer (2010), S. 33



## 4.2. Entwicklung der deutschen Kapitalanlagen

Trotz der Finanzmarktturbulenzen in den letzten Jahren haben sich die gesamten deutschen Kapitalanlagen seit dem Jahr 2008 bis 2010 jedes Jahr um ein paar Prozentsätze erhöht. Im Jahr 2008 haben sich um 1%, im Jahr 2009 um 1,8%, im Jahr 2010 um 3,4% erhöht und im Jahr 2011 erwartet die BaFin auch eine Erhöhung.<sup>43</sup>

Die führende Position bei den deutschen Kapitalanlagen innerhalb der Sparten gehört schon jahrelang den Lebensversicherungsunternehmen mit einem mehr als 50%-en Anteil an gesamten Kapitalanlagen. Der Rest ist zwischen den übrigen Sparten und zwar zwischen den Rückversicherungsunternehmen, Krankenversicherungsunternehmen, Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen, Pensionskassen und den Sterbekassen verteilt. Die nachstehende Tabelle Nr. 1 zeigt die Entwicklung der Kapitalanlagen innerhalb der einzelnen Sparten in den letzten drei Jahren.

Tabelle Nr. 1: Kapitalanlagen innerhalb der einzelnen Sparten

Nr.	Kapitalanlagen innerhalb der Sparten in Mio. €	Bestand zum 31.12.2008	Bestand zum 31.12.2009	Bestand zum 31.12.2010
1	Lebensversicherungsunternehmen	689 147	707 370	734 427
2	Pensionskassen	104 189	107 986	109 560
3	Sterbekassen	1 647	1 813	1 879
4	Krankenversicherungsunternehmen	152 508	163 856	176 429
5	Schaden- Unfallversicherungsunternehmen und	136 801	137 971	138 024
6	Rückversicherungsunternehmen	215 557	203 974	207 504
Σ	<b>Alle Versicherungsunternehmen</b>	<b>1 299 849</b>	<b>1 322 970</b>	<b>1 367 823</b>
7	Erstversicherungsunternehmen	1 084 293	1 118 996	1 160 320

Quelle: BaFin Jahresbericht (2008) S. 82 , (2009) S. 89 und (2010) S. 96

Zu den bedeutendsten Anlageformen innerhalb der allen Kapitalanlagen gehören die Anlagen in Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentgesellschaften mit einem ungefähr 24%-en Anteil. Aber nach der Zusammenrechnung von allen Arten der Anlagen in Schulverschreibungen stellen diese einen ungefähr 30%-en Anteil an allen Kapitalanlagen

<sup>43</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht (2008), S. 81, Jahresbericht (2009), S. 88 und Jahresbericht (2010), S. 95

dar. Eine wesentliche Rolle innerhalb der allen deutschen Kapitalanlagen spielen auch die Anlagen in Kreditinstituten mit einem mehr als 15%-en Anteil.

In der Entwicklung der Erstversicherungsunternehmen bei Kapitalanlagen waren die Veränderungen seit dem Jahr 2008 bis 2010 gegenüber den Vorjahren im Durchschnitt „nur“ 2,4%.

Die nachstehende Tabelle Nr. 2 zeigt, wieviel und in welchen Anlageformen die deutschen Versicherungsunternehmen in Jahren 2008 bis 2010 investiert haben. In der Tabelle sind Zahlen, die nur vorläufigen Charakter haben und deswegen sind kleine Abweichungen möglich.

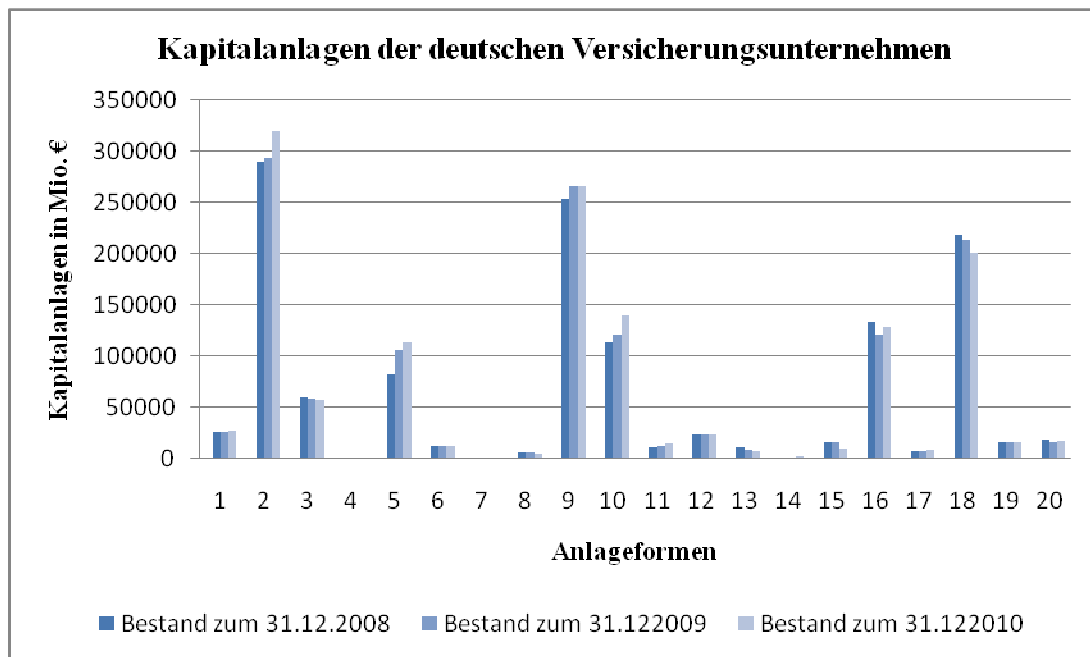
Tabelle Nr. 2: Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsunternehmen

Nr.	Kapitalanlagen aller Versicherungsunternehmen in Mio. €	Bestand zum 31.12.2008	Bestand zum 31.12.2009	Bestand zum 31.12.2010
1	Grundstücke, grundstücksgleiche Recht und Anteile an Grundstücksgesellschaften	25 722	25 748	27 082
2	Anteile an Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentgesellschaften	289 325	293 775	320 008
3	Grundpfandrechtlich gesicherte Darlehen	60 039	58 170	56 569
4	Wertpapierdarlehen und durch Schuldverschreibungen gesicherte Forderungen	967	797	1 347
5	Darlehen an EWR-Staaten, seine Regionalregierungen, Gebietskörperschaften, internationale Organisationen	82 233	105 543	113 436
6	Unternehmensdarlehen	12 659	11 451	12 209
7	ABS	1 120	910	863
8	Policendarlehen	5 797	5 369	4 938
9	Pfandbriefe, Kommunalobligationen u.a. Schuldverschreibungen von Kreditinstituten	253 014	265 901	265 644
10	Börsennotierte Schuldverschreibungen	113 379	120 951	139 612
11	Andere Schuldverschreibungen	10 999	11 777	14 068
12	Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten	23 489	22 780	23 224
13	Genussrechte	11 109	8 590	7 541
14	Schuldbuchforderungen und Liquiditätspapiere	801	1 173	1 826
15	Notierte Aktien	15 790	15 391	9 077
16	Nicht notierte Aktien und Gesellschaftsanteile ohne Anteile in Private Equity	133 408	121 269	128 711
17	Anteile in Private Equity	6 568	7 166	7 801
18	Anlagen bei Kreditinstituten	218 973	214 101	200 857
19	Anlagen in der Öffnungsklausel	15 609	16 271	16 485
20	Andere Kapitalanlagen	18 846	15 836	16 527
<b>Σ</b>	<b>Summe der Kapitalanlagen</b>	<b>1 299 847</b>	<b>1 322 969</b>	<b>1 367 825</b>

Quelle: BaFin Jahresbericht (2008) S. 82 , (2009) S. 89 und (2010) S. 96

Darüber hinaus die folgende grafische Darstellung zeigt die Veränderungen bei den einzelnen Kapitalanlageformen immer gegenüber den Vorjahren.

Abbildung Nr. 2: Kapitalanlagen der deutschen Versicherungsunternehmen



Quelle: BaFin Jahresbericht (2008) S. 82 , (2009) S. 89 und (2010) S. 96

#### 4.3. Zusammensetzung der Risikokapitalanlagenquote

Die nachfolgende Tabelle Nr. 3 stellt im Detail und gemäß §2 Abs. 1 AnlV die Zusammensetzung der Risikokapitalanlagequote von allen deutschen Erstversicherern dar. In der Tabelle sind nur vier Versicherungssparten und zwar die Lebens-, Kranken-, Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen, sowie die Pensionskassen seit dem Jahr 2008 bis 2010 betrachtet. Aufgrund der AnlV und im Sinne der allgemeinen Mischungsquote (siehe Kapitel 5.3.1. Allgemeine Bestimmung der Mischung) können die Versicherungsunternehmen gesetzlich höchstens 35% ihr gebundenes Vermögen in Kapitalanlagen mit einem erhöhten Risiko investieren. Aus der nachfolgenden Tabelle resultiert sich, dass die max. 35%-e Risikokapitalanlagequote nur zu 1/3 ausgeschöpft ist.

Tabelle Nr. 3: Zusammensetzung der Risikokapitalanlagenquote

Anlagearten nach §2 Abs. 1 AnlV		2008		2009		2010	
		in Mio. €	Anteil	in Mio. €	Anteil	in Mio. €	Anteil
Wertpapierdarlehen (Nr. 2), soweit Aktien (Nr. 12) Gegenstand des Darlehens sind		0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechte (Nr. 9)		30 988	3,0%	27 197	2,5%	26 507	2,4%
In einem organisierten Markt einbezogene voll eingezahlte Aktien (Nr. 12)		8 185	0,8%	4 905	0,5%	4 333	0,4%
Nicht notierte voll eingezahlte Aktien, Geschäftsanteile an einer GmbH, Kommanditanteile und Beteiligungen als stiller Gesellschafter i.S.d. HGB (Nr. 13)		15 037	1,4%	14 111	1,3%	16 106	1,4%
Anteile an Sondervermögen (Nr. 15-17, inkl. Hedgefonds), soweit sie:	in einen organisierten Markt des EWR einbezogene voll eingezahlte Aktien und Genussrechte enthalten	42 920	4,1%	34 797	3,2%	34 898	3,1%
	anderen Anlagearten nicht eindeutig zugerechnet werden könne; Restwert des Fonds u. nicht transparente Fonds	21 415	2,1%	19 784	1,8%	18 825	1,7%
Anlagen in High-Yield-Anleihen		7 997	0,8%	8 779	0,8%	13 594	1,2%
Erhöhtes Marktrisiko von Fonds		4 842	0,5%	3 971	0,4%	10 662	1,0%
An Hedgefonds gebundene Anlagen		4 695	0,5%	4 340	0,4%	3 978	0,4%
<b>Summe der Anlagen, die der Risikokapitalquote von 35 unterliegen</b>		<b>136 079</b>	<b>13,1%</b>	<b>117 886</b>	<b>11,0%</b>	<b>128 903</b>	<b>11,6%</b>

Quelle: BaFin Jahresbericht (2008) S. 86 , (2009) S. 94 und (2010) S. 98

## **5. Darstellung der dritten Änderungen der AnlV**

Die dritte AnlV, wie am Anfang dieser Arbeit im Kapitel 3.2.6. schon erwähnt wurde, wurde am 1. Juli 2010 in Kraft getretene. Im Allgemeinen gilt es, dass jede Änderung irgendeiner Rechtsnorm durch verschiedene Gründe verursacht ist und die AnlV ist davon auch nicht ausgenommen. Die wichtigsten Gründe wurden schon im Kapitel „3.2.6. Die dritte Änderungsverordnung der AnlV“ erwähnt.

Aufgrund der erwähnten Gründen und des langen Vorbereitungsprozesses konnte man erwarten, dass die dritte Änderung zahlreiche Änderungen in jedem Bereich der AnlV bringen wird. Diese Änderungen haben die wesentliche Kernpunkte der AnlV betroffen, wie z. Bsp.: Befugnisse der Aufsichtsbehörde (§1 Abs. 4 AnlV), Prospekt der einzelnen Anlageformen (§2 Abs. 1 AnlV), Quantitative Beschränkungen bzw. die Mischung (§3 AnlV) und die Schuldnerbezogene Beschränkungen bzw. Streuungsvorschriften (§4 AnlV). Außerdem wurde auch eine Übergangsregelung (§6 AnlV) getroffen, die vor allem zur Vermeidung der Anpassungsschwierigkeiten bei bestehenden Kapitalanlagen dienen wird.<sup>44</sup> Darüber hinaus wurden auch kleine redaktionelle Änderungen getroffen, die die Bedeutung der AnlV nur ergänzt.

Das Hauptziel dieses Kapitel und der nachfolgenden Unterkapitel ist vor allem eine umfassende Zusammenfassung der einzelnen Paragraphen der AnlV, eine nähere Beschreibung der getroffenen Änderungen der AnlV, sowie eine Analyse und Bewertung der eingeführten Änderungen der AnlV zu geben.

### **5.1. Änderungen der Anlagegrundsätze und des Anlagemanagements (§1 AnlV)**

Die erste wesentliche Änderung dieser AnlV betrifft die Befugnisse der Aufsichtsbehörde, sowie die Anlagegrundsätze und das Anlagemanagement. Bevor diese Änderung näher definiert wird, muss noch die Bedeutung der Anlagegrundsätze und des Anlagemanagements erklärt werden. Im §1 AnlV sind ganz klar die Grundprinzipien der Anlage und die organisatorische Anforderungen an das Anlagemanagement festgelegt. Der Anlagegrundsatz ist im §1 Abs. 2 AnlV folgenderweise definiert: *„die Anlage des gebundenen Vermögens hat mit der gebotenen Sachkenntnis und Sorgfalt zu erfolgen.“*<sup>45</sup> Unter organisatorischen

---

<sup>44</sup> Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 1

<sup>45</sup> §1 Abs. 2 Satz 1 AnlV (2010) S. 1

Anforderungen an das Anlagemanagement versteht man vor allem die Einhaltung der allgemeinen Anlagegrundsätze, die durch

- „ein qualifiziertes Anlagemanagement,
- geeignete interne Kapitalanlagegrundsätze und Kontrollverfahren,
- eine strategische und taktische Anlagepolitik,
- sowie weitere organisatorische Maßnahmen“<sup>46</sup>

garantiert ist. Unter weiteren organisatorischen Maßnahmen gemäß der AnlV sind noch diese zu verstehen:

- „die Beobachtung aller Risiken der Aktiv- und Passivseite der Bilanz und des Verhältnisses beider Seiten zueinander,
- eine Prüfung der Elastizität des Anlagebestandes gegenüber bestimmten Kapitalmarktszenarien und Investitionsbedingungen.“<sup>47</sup>

Alle diese Anforderungen, die an das Anlagemanagement bzw. Versicherungsunternehmen aufgesetzt werden, müssen die Einhaltung der allgemeinen Anlagegrundsätze max. gewährleisten. Die Einhaltung der rechtlichen Vorschriften kontrolliert die BaFin, die dafür ermächtigt ist. Der BaFin liegt das Recht ob, laufende Kontrollen zu machen. Die weiteren Aufgaben der BaFin wurden schon in dem vorigen Kapitel „3.2.2. Die Geschichte und die Aufgaben der BaFin“ erwähnt.

Darüber hinaus haben die Versicherungsunternehmen gemäß §1 Abs. 3 AnlV noch ihre Einsatzbereitschaft zu garantieren, die in der AnlV wie folgt zusammengefasst ist:

- angemessene Reaktion an die Änderungen des Marktumfelds und der Gesetzgebung, und insbesondere an die unerwartete Situationen am Kapital- und anderen Märkten,
- sorgfältige Prüfung von Anlagen außerhalb des EWR- und OECD-Raumes.<sup>48</sup>

Die dritte Änderung der AnlV ändert wesentlich die Befugnisse der Aufsichtsbehörde, wonach die Aufsichtsbehörde „nähere Vorgaben zu den besonderen Vorschriften der AnlV machen darf.“<sup>49</sup> Diese Änderung ermöglicht der Aufsichtsbehörde in der Zukunft nähere Regulierungen und Beschränkungen mittels bestimmten Rundschreiben zu treffen, und infolge dessen ist, dass die Kontrollbefugnisse der Aufsichtsbehörde vergrößert haben. Inwieweit die Kontrollbefugnisse der Aufsichtsbehörde vergrößert haben, ist in der AnlV

---

<sup>46</sup> §1 Abs. 2 Satz 2 AnlV (2010) S. 1

<sup>47</sup> §1 Abs. 2 Satz 3 AnlV (2010) S. 1

<sup>48</sup> §1 Abs. 3 Satz 2 AnlV (2010) S. 1

<sup>49</sup> §1 Abs. 4 Satz 1 AnlV (2010) S. 1

nicht näher definiert. Weiter im Entwurf dieser AnlV ist diese Änderung begründet als Klarstellung der Befugnisse der Aufsichtsbehörde und eine Reaktion auf der bisherigen Praxis.<sup>50</sup> Durch diese Änderung erwartet man bei den Informationspflichten eher ihre Minimierung oder zumindest die Beibehaltung der bestehenden Situation, was vor allem für die Versicherungsunternehmen besonders günstig und positiv ist. Diese erweiterten Vorgaben für die Aufsichtsbehörde sind dennoch richtige Lösungen und sollen die Einsatzbereitschaft der Aufsichtsbehörde verbessern und beschleunigen. Die wirtschaftliche Lage und die Situation an Kapitalmärkten in den letzten Jahren haben besonders auf die „Unfähigkeit“ und auf die kleine Aktionsfähigkeit der Aufsichtsbehörde bei der Lösung von entstandenen wirtschaftlichen Situationen hingewiesen. Es hat vor allem die Elastizität und die Geschwindigkeit der Realisation von Entscheidungen gefehlt. Auf die andere Seite, diese Erweiterung der Befugnisse der Aufsichtsbehörde hat die Qualität von getroffenen Entscheidungen noch nicht sichergestellt. Die Notwendigkeit dieser Art der Änderung verstärkte auch die Tatsache, dass die deutschen Versicherungsunternehmen zu den größten Kapitalanlegern am deutschen Finanzmarkt gehören. Die Gesamthöhe von deutschen Kapitalanlagen, wie schon mehrmals erwähnt wurde, erzielt im Jahr 2010 beinahe 1.368 Mrd. €, was zum Vorjahr einer 3,4%-en Aufstieg entspricht.<sup>51</sup> Bezüglich dieser Tatsachen muss der Schutz von Vermögensanlagen und ihre Sicherheit und Rentabilität der höchsten Priorität aufweisen.

Die Anforderungen auf das Anlagemanagement richten sich nicht nur nach der AnlV, sondern auch nach dem Rundschreiben. Dieses Rundschreiben ist in vielen Kernpunkten eine ergänzende Rechtsnorm zu der AnlV, dem VAG Gesetz und anderen Rundschreibens. Hier findet man auch eine umfassende und detaillierte Erklärung der Anlagegrundsätze, Anlageformen sowie Anlagemanagement und anderen Regelungen mittels Rundschreibens. Die schon genannten Anlagegrundsätze sind nach §54 Abs. 1 VAG Gesetz und Rundschreiben folgenderweise definiert: *„die Aktiva des gebundenen Vermögens sind so anzulegen, dass die möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird.“*<sup>52</sup> Die höchste Priorität liegt aber vor allem auf dem Gebot der möglichst

---

<sup>50</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 1, (2010), S. 9

<sup>51</sup> Vgl. BaFin Jahresbericht, Kapitalanlagen (2010), S. 95

<sup>52</sup> §54 Abs. 1 VAG (2011) S. 45 und Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.1. Allgemeines (2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html); (Zugriff am 25.6.2011)



großen Sicherheit der Vermögensanlagen, was absolut selbstverständlich ist. Unter der Sicherheit von Anlagen gemäß Rundschreiben versteht man vor allem die Qualität des Versicherungsschutzes und die Erfüllbarkeit von Ansprüchen der Versicherungsnehmer.<sup>53</sup> Je höhere die Sicherheit der Vermögensanlagen ist, desto niedriger das Risiko der Nichterfüllung von Ansprüchen der Versicherungsunternehmen ist. Natürlich ebenso wichtig ist die Rentabilität der Anlagen. Aufgrund des Rundschreibens müssen alle direkten und indirekten Vermögensanlagen ohne Ausnahme unter Berücksichtigung der Sicherheitsgrundprinzipien einen Ertrag erzielen.<sup>54</sup>

## **5.2. Änderungen der Anlageformen und andere Bestimmungen (§2 AnlV)**

Sinn dieses Kapitel ist einen allgemeinen Überblick über die Anlageformen, sowie über die quantitativen und qualitativen Beschränkungen der AnlV zu geben. Aufgrund dessen erwirbt man umfassende Kenntnisse über die Art, Quantität und Qualität der Vermögensanlagen, die bei der Darstellung der Problemstellung notwendig ist.

### **5.2.1. Allgemeine Bestimmung der Anlageformen**

Eine taxative Aufzählung aller möglichen Anlagenformen sind genau im §54 Abs. 2 VAG Gesetz und §2 Abs. 1 AnlV umfasst. Die gebundenen Vermögensgegenstände dürfen nur in folgenden Anlageklassen angelegt werden:

- *„Darlehensforderungen, Schuldverschreibungen und Genussrechten,*
- *Schuldbuchforderungen,*
- *Aktien,*
- *Beteiligungen,*
- *Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten,*
- *Anteilen an Organismen für gemeinschaftliche Anlagen in Wertpapieren und für*

---

<sup>53</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.1. Sicherheit (2011), (Zugriff am 25.6.2011), [http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>54</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.2. Rentabilität (2011), (Zugriff am 25.6.2011), [http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

*andere Anlagen, die nach dem Grundsatz der Risikostreuung angelegt werden, wenn die Organismen einer wirksamen öffentlichen Aufsicht zum Schutz der Anteilinhaber unterliegen;*

- *laufenden Guthaben und Einlagen bei Kreditinstituten,*
- *in sonstigen Anlagen.*<sup>55</sup>

Aufgrund des VAG Gesetzes ist die Anlage des gebundenen Vermögens darüber hinaus nicht möglich. Eine Ausnahme liegt vor, wenn dies die Aufsichtsbehörde unter bestimmten Bedingungen gestattet hat (Öffnungsklausel §2 Abs. 2 und 3 AnlV). Unter bestimmten Bedingungen ist zu verstehen, dass im Einzelfall ein Antrag an die Aufsichtsbehörde vorgelegt wird, in dem die außergewöhnlichen Umstände deklariert sind. Und die Interessen der Versicherungsnehmer dürfen dadurch nicht beschädigt werden. Erst nach Erfüllung diesen Bedingungen ist eine weitere Anlageform vorübergehend zulässig.

Der Gesetzgeber hat bei Anlageklassen neben redaktionellen Änderungen auch eine Menge von wesentlichen Änderungen vorgenommen, die erst aber in nachfolgenden Unterkapiteln zusammen mit den Änderungen der Mischung und Streuung dargestellt werden.

### **5.2.2. Änderungen der einzelnen Anlageformen**

In den nachfolgenden Unterkapiteln werden insbesondere die, durch die dritte Änderung der AnlV, eingeführten Neuerungen und Modifizierungen bei einzelnen Anlagearten erläutert. Darüber hinaus wird noch die Mischungs- und Streuungsquote der einzelnen Anlagearten dargestellt und nicht zuletzt wird mit einer Analyse der Bedeutung von Änderungen ergänzt.

#### **5.2.2.1. Darlehen**

Die zweite eingeführte Änderung erweitert deutlich die Anlagemöglichkeiten der Versicherungsunternehmen in Darlehen. Nunmehr ist eine Anlage in Darlehen an einen OECD-Vollmitgliedstaat, seine bzw. sonstige Regionalregierungen oder örtlichen Gebietskörperschaften zugelassen.<sup>56</sup> Übrige Bestimmungen des §2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV bleiben weiterhin unberührt, was bedeutet, dass die gebundenen Vermögen in folgenden Darlehen angelegt werden dürfen:

- an die Bundesrepublik Deutschland, ihre Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände,

---

<sup>55</sup> §54 Abs. 2 VAG (2011) S. 45

<sup>56</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV, (2010) S. 2

- an einen anderen Staat des EWR bzw. an sonstige Regionalregierungen und örtliche Gebietskörperschaften eines anderen Staates des EWR angelegt werden,
- für deren Verzinsung und Rückzahlung ein entsprechendes Kreditinstitut die volle Gewährleistung übernimmt.<sup>57</sup>

Im Finanzwesen ist es allgemein bekannt, dass die Anlagen in Darlehen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV zu einen den sichersten Investitionen gehören. Die Versicherungsunternehmen haben bei dieser Form der Anlagen eine relative hohe Sicherheit, niedriges Risikogewicht, ziemlich gute Verzinsung und höchstes Rückzahlungspotential. Dies ist vor allem dadurch verursacht, dass diese Darlehen nur an oben genannten Staaten bzw. an ihren niedrigeren Gebietskörperschaften angelegt werden dürfen. Bei diesen Staaten wird aufgrund institutioneller Zugehörigkeit mit einer hohen Wahrscheinlichkeit angenommen, dass diese Staaten ein stabiles Marktumfeld mit einem klaren und strengen Regulierungssystem haben und noch ein relativ hohes Wirtschaftswachstum aufweisen. Leider aufgrund der heutigen wirtschaftlichen Lage und der Situation an Kapitalmärkten sieht man das Gegenteil und die großen Unterschiede schon zwischen den einzelnen Mitgliedern der EU. Als gute Beispiele aus der negativen Sicht sind die Probleme mit der Überschuldung und massiven Zahlungsunfähigkeit der Staaten wie Griechenland, Irland, Spanien, Portugal und schon auch Italien. Und das sind „nur“ die Staaten, die Mitglieder der EU sind, und dann wo sind noch die Staaten des EWR und der OECD? Natürlich damit will ich in keinem Fall alle Staaten in einem Korb werfen, aber will ich nur einfach auf mehr Vorsicht zeigen. Mehr Vorsicht vielleicht aus dem Grund, dass die Gesamthöhe der deutschen Kapitalanlagen in derartigen Darlehen im Jahr 2010 die Summe 113.436 Mio. € beträgt, was zum Vorjahr einen 7,5%-en und zum Jahr 2008 einen 37,9%-en Aufstieg bedeutet.<sup>58</sup> Darlehen mit dem 8,3%-en Anteil an Gesamtkapitalanlagen aller Versicherungsunternehmen gehören zur sechsten bedeutenden Anlageform der deutschen Versicherungsunternehmen.<sup>59</sup> Diese Fakten und Zahlen verstärken noch ihre Wichtigkeit und Sensibilität bei ihrer Änderung. Die eingeführte Änderung hat einerseits eine Erweiterung der Anlagemöglichkeit und dadurch auch neuer Spielraum für Versicherungsunternehmen gebracht, aber andererseits auch eine Erhöhung des Risikos. Risiko dadurch, dass die Versicherungsunternehmen mittelbar oder unmittelbar am Risiko der

---

<sup>57</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV, (2010) S. 2

<sup>58</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96 und Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 6 (2009), S. 89

<sup>59</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

Staaten und Banken beteiligt sind.<sup>60</sup> Unter dem neuen Spielraum (OECD Staaten) ist auch ein besonders interessanter Zusammenhang zu sehen und zwar, dass die OECD nicht nur aus den unmittelbaren, sondern auch aus den mittelbaren Mitgliedern bzw. Staaten zusammensetzt. Zu einem der OECD- Vollmitgliedstaat Großbritannien völkerrechtlich gehören noch die Staaten wie Kanalinseln, Bermuda, Gibraltar und Insel Mann, und diese sind aufgrund der Bestätigung der Anwendbarkeit des OECD-Vertrages durch die Großbritannien als Vollmitglieder der OECD anzusehen.<sup>61</sup>

Wie und in welcher Richtung werden sich die derartigen Anlagen in Darlehen in der Zukunft entwickeln, ist es heute noch zu früh und sehr schwer einzuschätzen. Allerdings wenn die wirtschaftliche Lage und die Situation an Finanzmärkten weiterhin in dieser schlechter Richtung entwickeln werden, sind dann die Ausblicke auf eine positive Auswirkungen besonders gefährdet. Da es sehr viele marode Länder innerhalb der EU, des EWR und auch der OECD sind, ist die eingeführte Änderung für diesmal eher eine schlechte und risikoreiche Entscheidung.

#### **5.2.2.2. Darlehen an Unternehmen**

Diese Art der Anlageform wurde auch einer bedeutenden Änderung unterworfen, die aber erst später abgewickelt wird. Erstens ist es wichtig festzustellen, dass sich die Anlagen des gebundenen Vermögens in Darlehen an Unternehmen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 4 AnlV richten und wie folgt definiert sind: *„Es sind nur Anlagen in Darlehen an Unternehmen mit Sitz in einem Staat des EWR oder der OECD-Vollmitgliedstaat mit Ausnahme von Kreditinstituten zulässig.“*<sup>62</sup> Aufgrund der Begründung ist dieser EWR-Raum als ein organisierter Markt gekennzeichnet. Weiter bleiben die besicherten Darlehen an Unternehmen weiterhin in vollen Umfang unberührt. Die neue Änderungsverordnung hat das Verbot der Einbeziehung der Wertpapiere in den Freiverkehr nicht annulliert, und bleibt weiterhin unzulässig, wobei die maßgebliche Ursache dafür weiterhin die Beibehaltung der Sicherheitsstellung der Unternehmensdarlehen ist.<sup>63</sup> Die am Anfang avisierte Änderung der Anlagen in Unternehmensdarlehen hat eine abermalige Erweiterung der Anlagemöglichkeit für

---

<sup>60</sup> Vgl. Grandt, EU-Crash: Sind unsere Lebensversicherungen in Gefahr, Homepage Kopp Verlag, (Zugriff am 27.6.2011), <http://info.kopp-verlag.de/hintergruende/europa/michael-grandt/eu-crash-sind-unsere-lebensversicherungen-in-gefahr-.html>

<sup>61</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 2 und Böhlhoff/Stamm, Alternative Investments unter AnlV und Solvency II (2010) S. 7

<sup>62</sup> §2 Abs. 1 Nr. 4 AnlV (2010), S. 2

<sup>63</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 2 und Böhlhoff/Stamm, Alternative Investments unter AnlV und Solvency II (2010) S. 8

Versicherer betroffen. Ab dem 1. Juli 2010 sind nunmehr die Gesellschafterdarlehen an Immobiliengesellschaften erlaubt und zulässig. Hier sind aber zwei Merkmale näher zu erläutern. Erstens müssen die Immobiliengesellschaften als Darlehensnehmer laut §2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe b AnlV folgende Eigenschaften aufweisen;

- der alleinige Unternehmenszweck ist der Erwerb, die Bebauung und Verwaltung von in einem EWR-Staat oder OECD-Vollmitgliedstaat belegenen Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten,

und zweitens sind die Rechtsvorschriften gemäß §69 Abs. 1 Satz 1 und 2 InvG zu erfüllen.<sup>64</sup>

Diese Rechtsnorm schreibt der Kapitalanlagegesellschaft eindeutig vor, unter welchen Bedingungen darf einer Immobiliengesellschaft ein Darlehen gewähren. Zu diesen gehören insbesondere:

- unmittelbare oder mittelbare Beteiligung an der Immobiliengesellschaft,
- die Darlehensbedingungen müssen marktgerecht sein,
- die Darlehen müssen ausreichend besichert sein,
- die Rückzahlung des Darlehens muss innerhalb von sechs Monaten nach der Veräußerung der Beteiligung erfolgen,
- die Summe der insgesamt gewährten Darlehen darf 50% der Grundstückswerte der Immobiliengesellschaft nicht übersteigen.<sup>65</sup>

Die Erwartungen dieser Änderung haben in die Richtung einerseits der steuerlichen Optimierung und andererseits der Immobilienmarktwachstum angestrebt. Die steuerliche Optimierung für die Versicherungsunternehmen ist aufgrund mehrerer fachlicher Publikationen durch zwei wesentliche Tatsachen erklärt. Erstens für die Darlehensgewährung schon eine mittelbare Beteiligung der Versicherungsunternehmen an Immobiliengesellschaft ausreicht, und zweitens die Zulässigkeit der grenzüberschreitenden Immobilieninvestments ermöglichen eine steuerliche Optimierung durch mehrstufige Ketten.<sup>66</sup> Und es ist allgemein bekannt, dass eine positive steuerliche Motivation, die zu einer Optimierung und Vereinfachung des Steuersystems und vielleicht auch zur Versenkung der Steuerbelastung führen kann, eine wesentliche Verbesserung ist. Darüber hinaus kann diese Änderung einen

---

<sup>64</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 2 und Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 19

<sup>65</sup> Vgl. §69 Abs. 1 S. 1 und 2 InvG (2011), S. 68, 69 und Böllhof/Stamm, Alternative Investments unter AnlV und Solvency II (2010) S. 8

<sup>66</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 3 und Böllhoff/Stamm, Alternative Investments unter AnlV und Solvency II (2010) S. 8

positiven Einfluss auf die Entwicklung und auf das Wachstum des Immobilienmarktes haben, der mit Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise deutlich zurückgenommen hat. Die neue Anlagemöglichkeit ermöglicht den Versicherungsunternehmen eine Risikodiversifizierung, die in der aktuellen wirtschaftlichen Lage besonders wichtig ist. Da die Darlehensgewährung an Immobiliengesellschaften neue Finanzmittel an die Finanz- und Immobilienmärkte bringen können, können diese dann die Bedingungen des Immobilienverkaufes positiv unterstützen. Infolge dessen können sich die Erträge durch die Anlage in Darlehen an Unternehmen bzw. Immobiliengesellschaften erhöhen. Vielleicht die nicht oder nur teilweise Ausnutzung des Immobilienmarktpotentials aber auch der Anlagen in Darlehen an Unternehmen haben die Verordnungsgeber zur diesen Erweiterung geführt. Dies beweisen auch die offiziellen Zahlen des Jahresberichtes von BaFin, aufgrund dessen die Anlagen in Unternehmensdarlehen über mehreren hintereinander folgenden Jahren weniger als 1% (0,9% im Jahr 2010) aufweisen und haben eine schwankende Entwicklung.<sup>67</sup>

#### **5.2.2.3. Asset Backed Securities (ABS) und Credit Linked Notes (CLN)**

Die dritte Änderung der AnlV hat bei dieser Anlageform nur den Wortlaut ergänzt, wodurch aber die Bedeutung der Risikotragung klargestellt hat und hat noch anschließend die Anlagemöglichkeiten der Versicherungsunternehmen erheblich ausgedehnt. Unter dieser Anlageform, die im §2 Abs. 1 Nr. 10 AnlV umfasst ist, sind vor allem ABS (verzinsliche und strukturierte Finanzinstrumente, welche mit ausstehenden Forderungsrechten abgesichert sind), CLN (eine Kombination der Finanzinstrumente mit Kreditrisiken) und andere Anlagen nach §2 Abs. 1 AnlV, *„deren Ertrag und Rückzahlung an Kreditrisiken gebunden sind oder mittels derer Kreditrisiken eines Dritten übertragen werden.“*<sup>68</sup>

Bevor diese Modifizierung näher erläutert wird, müssen noch die oben genannten Begriffe kurz erklärt werden. *„ABS ist ein verzinsliches Wertpapier, welches Zahlungsansprüche gegen eine Zweckgesellschaft (englisch Special Purpose Vehicle, kurz SPV) zum Gegenstand hat, und wobei die Zweckgesellschaft die Mittel ausschließlich zum Erwerb von nicht handelbaren Forderungen meist mehrerer Gläubiger verwendet und zu einem Wertpapier verbrieft.“*<sup>69</sup> Unter diesen Forderungen sind meistens Darlehen und Kredite zu verstehen, welche die Banken an verschiedenen Darlehensnehmern gewährt haben. Die Laufzeit diese

---

<sup>67</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

<sup>68</sup> Vgl. und Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 10 AnlV (2010), S. 3

<sup>69</sup> Homepage Wikipedia, (Zugriff am 27.6.2011), [http://de.wikipedia.org/wiki/Forderungsbesichertes\\_Wertpapier](http://de.wikipedia.org/wiki/Forderungsbesichertes_Wertpapier)

Forderungen sind mehr als 1 Jahr und weisen ein durchschnittliches Bonitätsrisiko auf, und dient als eine Anlagemöglichkeit auch für Versicherungsunternehmen. Die Tilgung des angelegten Kapitals erfolgt erst dann, wenn der Darlehensnehmer seiner Schuld beglichen hat.<sup>70</sup> „CLN ist eine strukturierte Anleihe bzw. Kombination einer Anleihe und eines Credit Default Swap (kurz CDS), deren Rückzahlungshöhe von bestimmten vertraglich vereinbarten Kreditereignissen abhängen, und ermöglichen diese dem Emittenten die Kreditrisiken über Anleihen abzusichern und gleichzeitig den Investoren an den Erträgen der Referenzschulden mitzupartizipieren.“<sup>71</sup> Die Funktionalität der CLN besteht darin, dass der Kapitalanleger laufende Zinszahlungen von Emittent der CLN erhält und bei Eintritt des vereinbarten Kreditereignisses wird das angelegte Kapital für CLN an Kapitalanlegern nicht zurückgezahlt. Bei nicht Eintritt des Kreditereignisses werden sowohl Zinszahlungen als auch das angelegte Kapital an Kapitalanlegern ausgezahlt.

Wie schon oben angedeutet wurde, hat sich durch die dritte AnlV die Risikotragung des Gläubigers bzw. Versicherungsunternehmens deutlich erweitert. In der Begründung der AnlV ist diese folgenderweise interpretiert: „der Gläubiger das Kreditrisiko sowohl des Schuldners, als auch eines Dritten trägt.“<sup>72</sup> Obwohl der Anwendungsbereich der Finanzinstrumente durch diese stark erweitert hat, bleibt die Beschränkung auf die strukturierten Finanzprodukte weiterhin unberührt. Allerdings auf der anderen Seite schreibt der Gesetzgeber vor, dass nur die Finanzinstrumente zulässig und vom Anwendungsbereich erfasst sind, die sich gegen Unternehmen des EWR oder einem OECD-Vollmitgliedstaat richten oder eine Kapitalmarktorientierung aufweisen.<sup>73</sup>

Ob und inwieweit diese Änderung für die Versicherungsbranche eine richtige Lösung war oder nicht, zeigen uns die folgenden Gründe. Wie alle mögliche Finanzinstrumente auch diese haben zahlreiche Vor- und Nachteile, die bei jeder Analyse eine bedeutende Rolle spielen. Die Konsequenzen von ABS, CLN und anderen gleichartigen Derivaten an Kapitalmärkten waren einerseits eine wirklich gute Möglichkeit der Risikodiversifizierung für die Kapitalanleger und andererseits eine massive Expansion an sekundären Märkten.<sup>74</sup> Zu den Vorteilen gehören auch die hohen Erträge für Investoren (z. Bsp. Versicherungsunternehmen),

---

<sup>70</sup> Vgl. Homepage Finanz-Lexikon, (Zugriff am 27.6.2011), [http://www.finanz-lexikon.de/asset backed securities \(abs\)\\_951.html](http://www.finanz-lexikon.de/asset%20backed%20securities%20(abs)_951.html)

<sup>71</sup> Homepage Wikipedia, (Zugriff am 27.6.2011), [http://de.wikipedia.org/wiki/Credit\\_Linked\\_Note](http://de.wikipedia.org/wiki/Credit_Linked_Note)

<sup>72</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe ii (2010), S. 10

<sup>73</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 3 und §2 Abs. 1 Nr. 10 Buchstabe a und b AnlV (2010)

<sup>74</sup> Vgl. Klimková, Auswirkungen der Finanzkrise auf die Banken-Rating, S. 3

die aber mit relativ hohem Risiko und großer Unsicherheit verbunden sind. Die angedeutete Änderung mit den einzelnen Beschränkungen könnte im global eine gute Lösung sein, aber nach einer tieferen Analyse muss man diese als eine negative Maßnahme zu bewerten. Hinter den einladenden Vorteilen verbergen sich nach Meinung verschiedener Experten leider noch viele gefährliche Tatsachen, die in der Zukunft zu manchen Problemen führen könnten. Der wesentliche Nachteil der oben genannten Derivate vor allem aus der Sicht der Versicherungsunternehmen liegt darin, dass diese sehr komplexe, unverständliche und komplizierte sind, was das Risiko der Anlagen erhöht. Darüber hinaus fehlt eine sorgfältige, vollständige und strenge Regulierung einerseits dieser Derivate und andererseits der SPV-Gesellschaften, die diese Derivate emittieren. Ein weiteres Problem oder Risiko sind die Ratingagenturen, die aus der Fahrlässigkeit oder vielleicht unter Druck der großen SPV-Gesellschaften ein wenig sicheres Derivat besser bewerten könnten als tatsächlich seinen Wert hat und damit die Bonität dieses Derivates stark beeinflusst und anschließend damit der Kapitalanleger erheblich benachteiligt. Nicht zuletzt liegt ein weiteres Risiko auch darin, dass die Banken risikoreiche Produkte bilden, weil diese weiter an SPV-Gesellschaften übertragen oder verkaufen können. Das heißt, dass die Banken durch die Gewährung von risikoreichen Darlehen an Darlehensnehmer mit niedriger Bonität für die Bildung eines unnötig hohen Risikos motiviert sind.

So hoch wie bei dieser Anlage die Erträge sein können, so hoch ist auch das Ausfallrisiko für die Versicherungsunternehmen. Der Versicherungsunternehmen hat keine Möglichkeit, um die Zahlungsfähigkeit der Darlehensnehmer und das Rückzahlungsrisiko der gewährten Darlehen und Krediten zu überprüfen, die hinter diesen Derivaten stehen, und somit müssen die Versicherungsunternehmen voll an die Ratingagenturen halten. Mit anderen Worten der Versicherungsunternehmen als Investor kennt die Identität der einzelnen Darlehen in einem Portfolio nicht, er kennt nur das, dass das Portfolio aufgrund eines Ratings strukturiert ist.<sup>75</sup> Natürlich die Versicherungsunternehmen haben die Möglichkeit mit einem CDS das Ausfallrisiko zu besichern, aber im Endeffekt muss jemand dieses Risiko tragen, und das kann wieder ein Versicherungsunternehmen sein. Von den angedeuteten Nachteilen können noch weitere negative Szenarien ergeben, die die Versicherungsunternehmen benachteiligen können.

---

<sup>75</sup> Vgl. Kaderová, Aufteilung der Kreditderivaten, S. 4



Schon die bisherigen Bedingungen der Anlage in ABS, CLN und anderen derartigen Finanzinstrumenten waren wenig streng und die Änderung der AnlV hat dazu noch eine Erweiterung der Anlagemöglichkeit gebracht, die die spekulativen Geschäfte an Kapitalmärkten noch weiter erhöhen. Es ist zumindest positiv das, dass die Gesamthöhe der Anlagen in dieser Anlageform im Jahr 2010 nur 863 Mio. € beträgt, was 0,1% der Gesamtkapitalanlagen ist, was zum Vorjahr einen Abstieg in der Höhe von 5,1% war.<sup>76</sup> Darüber hinaus gelten noch weitere quantitative und qualitative Beschränkungen zu dieser Anlageform, die in den nachfolgenden Kapiteln erläutert werden.

#### **5.2.2.4. Gesellschaftsanteile**

Einer nächsten Änderung ist die Anlageklasse und zwar die Gesellschaftsanteile gemäß §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV unterworfen. Die Möglichkeit zur Erwerb der Gesellschaftsanteile hat sich geändert und zwar dadurch, dass die Beteiligung an einer Gesellschaft nunmehr nur dann zulässig ist, wenn „*das Unternehmen über ein Geschäftsmodell verfügt und unternehmerische Risiken eingeht.*“<sup>77</sup> Diese zwei neuen Anforderungen an das Unternehmen sollen erstens zur Vermeidung der unerwünschten Verpackung von Kapitalanlagen führen, und zweitens aufgrund der Begründung noch dazu führen, dass die „*Beteiligungen in Unternehmen nicht bloß als Hülle für sonst nicht geeigneten Anlageklassen genutzt werden.*“<sup>78</sup> Paradox der oben genannten Änderung ist, dass der Gesetzgeber die Begriffe wie Geschäftsmodell und unternehmerische Risiken nur teilweise konkretisiert hat, und damit leider gewisse Unklarheit in die Situation gebracht hat. Obwohl die Legal-Definition von dem Gesetzgeber nicht vorhanden ist, steht weiter in der Begründung erstens, dass der Unternehmenswert nicht ausschließlich aus der Summe der Inventarwerte zusammensetzt und zweitens, dass ein bloßer Kauf, Verkauf und die Verwaltung von Finanzanlagen innerhalb einer Beteiligungsgesellschaft kein mit unternehmerischen Risiken verbundenes Geschäftsmodell darstellt.<sup>79</sup> Wie schon einmal erwähnt wurde, definiert der Verordnungsgeber leider keine genaue Erklärung und Begriffsbestimmung dieser zwei Tatbestandsmerkmale und eben deshalb werden nur verschiedene Spekulationen geführt, die bei der rechtlichen Aufsicht gewisse Probleme bringen können. Was aber klar definiert wurde, ist das, dass diese zwei

---

<sup>76</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

<sup>77</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV (2010), S. 3 und 4

<sup>78</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 4 und Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe II (2010), S. 10

<sup>79</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe II (2010), S. 10 und 11

Merkmale nicht voneinander getrennt werden können. Aufgrund einer anderen Auslegung ist eine unternehmerische Tätigkeit so zu verstehen, dass dadurch ein Geschäfts- und Firmenwert aufgebaut werden kann oder eine zusätzliche Dienstleistung angeboten wird.<sup>80</sup> Die anderen Bestimmungen und Voraussetzungen der AnlV über diese Anlageklasse bleiben weiterhin unverändert. Versicherungsunternehmen dürfen eine Beteiligung nur an solchen Unternehmen erwerben, welche

- „seinen Sitz in einem Staat des EWR oder einem Vollmitgliedstaat der OECD hat“ und,
- seinen Jahresabschluss dem Versicherungsunternehmen wegen der Prüfung zur Verfügung stellen.<sup>81</sup>

Diese Änderung, die die Anlage in Gesellschaftsanteile näher spezifiziert und abgegrenzt hat, muss man als positiv beurteilen, wobei sich aber gewisse Befürchtungen bei ihrer Erfüllung ergeben können. Unter diesen Befürchtungen ist einerseits das Problem der zwei zusätzlichen Tatsachen zu verstehen und andererseits bei der fehlenden Legal-Definition ihre Kontrolle und Aufsicht. Auf der anderen Seite ist die Wichtigkeit dieser Anlageform und aller Maßnahmen, die auf diese Anlageklasse beruhen, auch mit den Zahlen im Jahresbericht der BaFin demonstriert. Im Jahr 2010 war die Gesamthöhe der Kapitalanlagen in Gesellschaftsanteilen ohne Private Equity 9,4% (128.711 Mio. €), was zum Vorjahr einen Anstieg ungefähr 6,1% bedeutet hat und damit sich zur fünften bedeutendsten Kapitalanlageform ordnen.<sup>82</sup> Aufgrund der Begründung zur AnlV und anderen Fachartikeln ist diese Änderung so zu verstehen, dass diese auch zur Vermeidung der spekulativen Geschäfte führen können. Die wirtschaftliche Situation der letzten Jahre hat sich in der Richtung entwickelt und woraus resultiert sich, dass die Gesellschaften mit spekulativen Geschäften leider die Gesellschaften mit der Erzeugung von realen Werten überragen. Weiter kann man darunter verstehen, dass sich durch eine Gesellschaftsbeteiligung der Versicherungsunternehmen in den unternehmerischen Entscheidungs- und Verantwortungsbereich sowie an der langfristigen und wesentlichen Strategie der Gesellschaft beteiligen wird.<sup>83</sup> Davon resultiert sich auch, dass z. Bsp. eine SPV-Zweckgesellschaft davon ausgenommen ist.

---

<sup>80</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 4

<sup>81</sup> Legaldefinition und Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV (2010), S. 3 und 4

<sup>82</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

<sup>83</sup> Vgl. Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 16

### **5.2.2.5. Immobilien und Immobilienfonds**

Die nächste Anlageform, in der der Verordnungsgeber einige Änderungen getroffen hat, sind die Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds. Diese richten sich nach §2 Abs. 1 Nr. 14 AnlV. In der Änderungsverordnung wurde die sogenannte „Drei-Objekt-Grenze“ abgeschafft und somit erfolgt eine Anpassung an die Rechtsvorschriften anderer Gesetze wie z. Bsp. an §68 Abs. 5 Nr. 1 InvG, in dem die Anlage in Immobilien auch geregelt ist. Der Begriff „Drei-Objekt-Grenze“ ist besonders aus der Sicht der Besteuerung wichtig, und weiter bestimmt, ob es sich um einen steuerpflichtigen oder steuerfreien Ertrag handelt. Mit anderen Wörtern, wenn ein Investor innerhalb von fünf Jahren mehr als drei Objekte anschafft, verwaltet und in dem selben Zeitraum diese verkauft, dann handelt es sich um einen steuerpflichtigen Gewerbebetrieb und diese gewerbebetriebliche Einkünfte müssen besteuert werden.<sup>84</sup> Diese Änderung wird durch den Verordnungsgeber so begründet, dass dadurch einerseits eine größere Flexibilität bei der Bildung der Immobiliengesellschaften zu schaffen ist und andererseits eine Verbesserung der Risikostreuung und Reduktion bzw. Ersparung der Kosten erwartet wird.<sup>85</sup> Die Aufhebung der „drei-Objekt-Grenze“ hat nach Meinung mehrerer Finanz- und Immobilienexperten für die Versicherungsunternehmen als Kapitalanleger noch einen weiteren Vorteil, und zwar eine deutliche Steuerentlastung, was für die Versicherungsunternehmen eine gute Motivation bei der Erhöhung der Kapitalanlagen in Immobilien sein kann. Auf der anderen Seite werden dadurch wieder die spekulativen Geschäfte irgendwie unterstützt und erhöht, aber bei dieser Anlageklasse sind die möglichen Auswirkungen mehr akzeptierbar als z. Bsp. bei der Anlage in verschiedenen Finanzderivaten (ABS, CLN und andere). Die Ursache liegt darin, dass sich bei der Immobilienanlage viel mehr um reale Werte handelt, die immer die aktuelle Inflation und Marktsituation reflektieren. Und bei der Anlage in einzelnen Finanzderivaten handelt es sich um imaginäre, spekulative Werte, die oft weit von der Realität stehen können.

Die Anlageklasse Immobilien und Immobilienfonds wurde um eine neue Anlageform und zwar um geschlossenen Immobilienfond ergänzt, der in der neu eingeführten Buchstabe c des §2 Abs. 1 Nr. 14 AnlV erfasst wurde. Die genauen Voraussetzungen für den Erwerb der neuen Anlageform wurden in der dritten AnlV wie folgt erfasst:

- Investmentgesellschaft muss seinen Sitz in einem Staat des EWR haben,

---

<sup>84</sup> Vgl. Homepage Wikipedia, (Zugriff am 30.6.2011), <http://de.wikipedia.org/wiki/Drei-Objekt-Grenze>

<sup>85</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe mm (2010), S. 11

- Investmentgesellschaft muss zum Anlagerschutz einer öffentlichen Aufsicht unterliegen,
- Investmentgesellschaft muss sein Anlagevermögen in Anteilen an Immobiliengesellschaft im Sinne des §2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe a weiter in offenen oder geschlossenen Immobilien-Zielfonds anlegen, wobei die Erfordernisse des §2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 erfüllt werden müssen,
- das Vermögen des Immobilienfonds muss zu mindestens 80% aus Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten und max. zu 20% aus Anlagen laut des §80 Abs. 1 InvG bestehen, die folgenderweise taxativ aufgelistet sind:
  - Bankguthaben,
  - Geldmarktinstrumenten,
  - Investmentanteilen oder Anteilen an Spezialsondervermögen,
  - und bestimmte Wertpapiere.<sup>86</sup>

Neben den oben genannten Erfordernissen müssen die geschlossenen Immobilienfonds auch die ähnlichen Anforderungen erfüllen wie die offenen Immobilienfonds, womit die Qualität des Anforderungsniveaus, ausgenommen des Rückgaberechts, der geschlossenen Immobilienfonds zu den offenen Immobilienfonds gleichgestellt wurde.<sup>87</sup> Weiteren Beschränkungen und Voraussetzungen für Erwerb von geschlossenen Immobilienfonds, die aber in der AnlV fehlen, wurden in der Verordnungsbegründung detailliert umfasst. Zu diesen gehören vor allem:

- *„die Finanzierung der geschlossenen Immobilienfonds durch die Fremdkapitalaufnahme ist auf 60% der Verkehrswerte ihrer Immobilienwerte beschränkt und darf nicht überschreiten,*
- *bei geschlossen Immobilienfonds für einen Überbrückungszweck darf ein Fremdkapital in der Form von kurzfristigen und marktgerecht verzinsten Darlehen aufgenommen werden, aber wird auf 20% seines Bruttovermögenswertes beschränkt,*
- *Derivate dürfen nur zur Absicherung eingesetzt werden.“<sup>88</sup>*

Diese Änderung betrifft sowohl die Immobilienanlagen als auch die Anlagen in Beteiligungsgesellschaften. *„Die Versicherer haben so die Möglichkeit erhalten, über diesen geschlossenen Fonds innerhalb der Immobilienquote in weitere geschlossene*

<sup>86</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe c AnlV (2010), S. 4 sowie §80 Abs. 1 InvG (2011), S. 72

<sup>87</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe oo (2010), S. 11

<sup>88</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe oo (2010), S. 11

*Immobilienfonds zu investieren, die sonst nur unter §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV erfasst werden konnten, wodurch die eigene Kategorie der geschlossenen Immobilienfonds die Beteiligungsquote entlastet wird.*<sup>89</sup> Eine solche Änderung wurde von Versicherungsunternehmen sehr begrüßt und hat ihre Erwartungen im Sinne der Erhöhung der Risikodiversifizierung erfüllt. Auf der anderen Seite erwecken diese Änderungen in beiden Anlageformen gewisse Befürchtungen aber auch Unklarheiten. Die neue AnlV ermöglicht den Versicherungsunternehmen die Anlage in geschlossenen Immobilienfonds im Rahmen sowohl der Anlagen in Gesellschaftsbeteiligungen als auch der Immobilienanlagen. Jetzt stellt sich die Frage, ob für den Erwerb der geschlossenen Immobilienfonds die Anforderungen sowohl des §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV als auch des §2 Abs. 1 Nr. 14c AnlV erfüllt werden müssen oder nicht?<sup>90</sup> Wenn ja, dann in solchem Fall diese Änderungen seinen Sinn verlieren würden, weil eine Gesellschaft sowohl über ein Geschäftsmodell verfügen müsste als auch unternehmerische Risiken eingehen müsste.<sup>91</sup> Aufgrund dessen wird auf einen Schlag von einer erweiterten eine beschränkende Anlagemöglichkeit geben.

#### **5.2.2.6. Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds**

Die weiteren Anlageformen, die im §2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 erfasst sind, sind im engen Zusammenhang mit der letzten Anlageklasse geschlossene Immobilienfonds. Unter den erwähnten Nummern des oben genannten Paragraphs der AnlV wurden die Regelungen der Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds umfasst. Der Erwerb von genannten Anlageformen, die auch als offene Anlagefonds genannt werden, richtet sich nicht nur nach der AnlV, sondern auch nach dem InvG. Das wird auch die folgende Erläuterung dieser Anlageklassen bestätigen.

Unter Investmentfonds versteht der Verordnungsgeber vor allem Kapitalanlagen in Anteilen an inländischen Sondervermögen im Sinne des §2 Abs. 2 oder 3 InvG, wobei die Altersvorsorge-Sondervermögen gemäß des §§87 bis 90 InvG ausgenommen sind.<sup>92</sup> Die einzige Änderung dieser Anlageklasse, die durch die neue AnlV getroffen wurde, ist die Einarbeitung der Definition der Spezial-Sondervermögen durch einen Verweis auf den §2 Abs. 3 InvG. Diese Änderung war eine Reaktion an die Änderung des InvG und hat viel mehr

---

<sup>89</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe oo (2010), S. 11

<sup>90</sup> Vgl. Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 19

<sup>91</sup> Vgl. Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 19

<sup>92</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 15 AnlV (2010), S. 4

nur einen formellen, ausführlichen und ergänzenden Charakter. Unter Spezial-Sondervermögen versteht man solche Sondervermögen, wo die Anteile auf die Anleger, die aber nicht natürliche Personen sind, aufgrund einer schriftlichen Vereinbarung an die Kapitalanlagegesellschaft überlassen werden.<sup>93</sup> Darüber hinaus sind die inländischen Sondervermögen nach erwähnten §2 Abs. 2 des InvG solche Sondervermögen, die durch eine Kapitalanlagegesellschaft auf die Rechnung der Anleger verwaltet werden, wobei dem Anleger das Rückgaberecht der Anteile eingeräumt ist.<sup>94</sup> Alle anderen nennt man Publikums-Sondervermögen.

Zu den nächsten Anlageformen gehören die Anlagen in Anlageaktien einer inländischen Investmentaktiengesellschaft, die sich nach §2 Abs. 1 Nr. 16 richten. Die Regelungen über den Erwerb von Investmentaktiengesellschaften wurden nur einer redaktionellen Änderung unterworfen. Diese Änderungen waren so zusagend mit den Änderungen im InvG bedingt und haben nur einen Anpassungscharakter gehabt. Weiter ist es hier wichtig zu bemerken, dass sich die Investmentaktiengesellschaften aus Unternehmensaktien und aus Anlageaktien zusammensetzen (§96 Abs. 1 Satz 2 InvG).<sup>95</sup> Mit Bezug auf mehrere Fachartikel ist ein Erwerb nur von Anlageaktien an Investmentaktiengesellschaften für Sicherungs- und sonstige gebundene Vermögen zulässig, wobei die Unternehmensaktien nur als Gesellschaftsbeteiligungen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 12 oder 13 AnlV erworben werden können.<sup>96</sup>

Das gebundene Vermögen angelegt in ausländischen Investmentanteilen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 17, die auch als Auslandfonds genannt werden, haben sich im Vergleich mit der letzten zwei Anlageformen durch die Änderungsverordnung deutlich verändert. Zu der bisherigen AnlV hat in der Novelle der AnlV die Bezugnahme auf §2 Abs. 9 InvG entfallen.<sup>97</sup> Aufgrund dieser Änderung ist für die Versicherungsunternehmen der Erwerb von ausländischen Investmentanteilen allein nach Regelungen des VAG und der AnlV möglich. Mit Bezug auf die Begründung der AnlV soll mit dieser Änderung folgendes sichergestellt: *„für das gebundene Vermögen können Versicherungsunternehmen ausländische Investmentanteile, insbesondere Spezial-Sondervermögen, unabhängig von der investimentrechtlichen*

---

<sup>93</sup> Vgl. §2 Abs. 2 InvG (2011), S. 8

<sup>94</sup> Vgl. §2 Abs. 3 InvG (2011), S. 8

<sup>95</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe qq (2010), S. 11

<sup>96</sup> Vgl. Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 20 sowie Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 6

<sup>97</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe rr (2010), S. 12

*Aufsichtspraxis auch weiterhin entsprechend der bisherigen Verwaltungspraxis der Versicherungsaufsicht erwerben.*“<sup>98</sup> Das Hauptziel dieser Modifizierung war vor allem die Entfernung der Uneinigkeit bei der Definition des Begriffes „ausländische Investmentanteile“, die im VAG anders als im InvG erklärt sind. Diese Uneinigkeiten haben in der Vergangenheit und in der Praxis bei dem Erwerb von Auslandfonds zur gewissen Problemen geführt, da die Fondsanteile aufgrund des Versicherungsaufsichtsrechts die Eigenschaften eines Auslandsfonds aufgewiesen haben aber umgekehrt aufgrund des Investmentaufsichtsrechts nicht und damit konnten diese Fondsanteile nicht als Auslandsfonds gemäß §2 Abs. 1 Nr. 17 AnlV erworben werden.<sup>99</sup> Durch diese Änderung erwartet man insbesondere die Vermeidung der angedeuteten Erwerbsschwierigkeiten von Auslandfonds und vielleicht auch die Unterstützung und Erhöhung von Kapitalanlagen in dieser Anlageform, die relativ niedrige Zahlen aufweisen. Die Kapitalanlagen in Auslandfonds bilden innerhalb dieser Gruppe von drei Anlageklassen nur einen geringeren Teil, was ein bisschen weniger als einem 1%-en Anteil an allen Kapitalanlagen entspricht. Die anderen Bestimmungen wie z. Bsp. Sitz der Investmentgesellschaft in einem EWR-Staat sowie Anlegerschutz unterliegt einer öffentlichen Aufsicht und noch die weiteren Anforderungen dieser Anlageform, bleiben unverändert. Im Jahr 2010 haben die Kapitalanlagen in Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds insgesamt 320.008 Mio. € (davon alle Erstversicherungsunternehmen 298.552 Mio. €<sup>100</sup>) erreicht, was einen 23,4%-en Anteil an allen Kapitalanlagen entsprochen hat.<sup>101</sup> Dazu muss man noch bemerken, dass die Kapitalanlagen in den offenen Anlagefonds ab dem Jahr 2008 bis dem Jahr 2010 einen mehr als 10%-en Anstieg aufgewiesen haben. Diese Zahlen und Fakten beweisen nicht nur die Attraktivität und die guten Möglichkeiten der Anlagen in den offenen Fonds sondern auch die Bedeutung von gleichwelchen Änderungen innerhalb dieser Anlageformen. Darüber hinaus kann man vermuten, dass die Bedingungen der Anlagen in diesen Anlageformen für die Versicherungsunternehmen richtig und besonders motivierend eingestellt sind. Natürlich auf der anderen Seite kann man auf den Anlageschutz nicht vergessen und deswegen sind die auch richtigen Einschränkungen notwendig und erforderlich.

---

<sup>98</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Doppelbuchstabe rr (2010), S. 12

<sup>99</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 6

<sup>100</sup> Vgl. Homepage BaFin, Kapitalanlagen der Erstversicherer, 4. Quartal 2010, (Zugriff am 4.7.2011)

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Kapitalanlagen/Statistiken/stat\\_kapitalanlagen\\_4q2010.html](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Kapitalanlagen/Statistiken/stat_kapitalanlagen_4q2010.html)

<sup>101</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

So wie schon oben erwähnt wurde, hat die neue AnlV bei den offenen Anlagefonds sowohl zur Liberalisierung als auch zur weiteren zusätzlichen Beschränkungen und Regulierungen geführt. Diese wurden aber aufgrund des unvollständigen Wortlauts der dritten AnlV in der Begründung der Änderungsverordnung umfassend ergänzt. Diese Beschränkungen betreffen vor allem die Liquidität des Versicherungsunternehmens und die zulässigen Rücknahmetermen und Rückgabefristen für Sondervermögen. Einerseits wurden die zulässige Rücknahmetermine und Rückgabefristen liberalisiert und andererseits wurden erforderliche Einschränkungen hinsichtlich der Fungibilität von Sondervermögen getroffen, die vor allem dazu dienen sollen, um die Schwierigkeiten der Liquidität des Versicherungsunternehmens zu vermeiden.<sup>102</sup> In Anknüpfung an den letzten Fakten wurden in der Begründung genau die Anforderungen an Rücknahmetermine und Rückgabefristen von Anteilen an Sondervermögen formuliert. Rückgabemöglichkeiten von Anteilen sind wie folgt definiert:

- *„bei Immobiliensondervermögen innerhalb von 6 Monaten,*
- *bei Mikrofinanz-, Infrastruktur- und sonstigen Sondervermögen mit überwiegend nicht liquiden Vermögensgegenständen innerhalb von 7 Monaten,*
- *bei sonstigen Sondervermögen mit überwiegend liquiden Vermögensgegenständen innerhalb von 2 Monaten,*
- *bei Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken gelten die Fristen in §116 InvG,*
- *und bei Spezial-Sondervermögen entsprechend je nach der Art der vorgenannten Sondervermögen.“*<sup>103</sup>

Die eingeführten Änderung in der Bereich der offenen Anlagefonds kann man bis jetzt als positiv beurteilen und vor allem dadurch, dass einerseits die Sicherheit von Anlagen erhöht wird und andererseits die Versicherungsunternehmen auch nicht benachteiligt wird. Inwieweit waren einerseits die Liberalisierung und andererseits die Einschränkungen der Anlagen in offenen Anlagefonds ausreichend, kann man erst nach einer längeren Zeitraum feststellen. Was aber wahr ist und was die positive Entwicklung der offenen Anlagefonds bestätigt, sind die jährlich steigenden Kapitalanlagen in offenen Anlagefonds und fast ein 25%-er Anteil an allen Kapitalanlagen im Jahr 2010.

Weitere Einschränkungen zur Anlage in offenen Anlagefonds wurden im InvG erfasst.

---

<sup>102</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 1 (2010), S. 9

<sup>103</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 1 (2010), S. 9



### **5.2.2.7. Anlage bei multilateralen Entwicklungsbanken**

Die letzte Änderung der dritten AnlV innerhalb der Anlageformen hat die Anlagen in verschiedenen Arten der Kreditinstitute betroffen. In dem bisherigen §2 Abs. 1 Nr. 18 AnlV waren nur die folgenden Anlagen

- *„bei der Europäischen Zentralbank oder bei der Zentralnotenbank eines EWR-Staates oder eines OECD-Vollmitgliedstaates,*
- *bei einem geeignetem Kreditinstitut mit Sitz in einem EWR-Staat, und wobei diese die entsprechenden Voraussetzungen der Richtlinien 2006/48/EG erfüllen und*
- *bei öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten“<sup>104</sup>*

zulässig. Nach der Novelle und gemäß §2 Abs. 1 Nr. 18 Buchstabe d AnlV sind nunmehr die Anlagen bei multilateralen Entwicklungsbanken mit einem 0%-en Risikogewicht zulässig.<sup>105</sup> Natürlich durch diese Änderung haben sich die Anlagemöglichkeiten der Versicherungsunternehmen wieder um ein bisschen erweitert und damit wurde der Erwartungen einer Risikodiversifizierung genugs getan. Darüber hinaus wird mit dem 0%-en Risikogewicht die Sicherheit von derartigen Anlagen gewährleistet, was bei der dritten bedeutendsten Anlagekategorie innerhalb aller Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen besonders wichtig ist. Inwieweit aber die Einführung dieser Anlagekategorie notwendig war oder nicht, erklärt uns die Begründung zur Änderungsverordnung leider nicht. Eine Erklärung kann man vielleicht in den statistischen Daten finden. Die Kapitalanlagen bei Kreditinstituten sind seit dem Jahr 2008 bis 2010 um mehr als 9% gesunken und vielleicht gerade durch diese Erweiterung der Anlagemöglichkeit erwartet man eine Auffrischung und neue Anlagen in diese Anlageklasse. Während im Jahr 2008 die Kapitalanlagen bei Kreditinstituten in der Höhe von 218.973 Mio. € waren, so im Jahr 2010 waren diese nur in der Höhe von 200.857 Mio. €. Dieser große Abstieg kann man mit großer Wahrscheinlichkeit zur Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise zurechnen, wann sich die meisten Kreditinstitute in großen Schwierigkeiten befindet haben.

### **5.2.3. Unzulässige Anlageformen und Ausnahmeregelung**

Die AnlV im Sinne des §2 Abs. 4 regelt insbesondere die Kapitalanlagen, die als Anlagen in gebundenen Vermögen unzulässig sind. Diese können sowohl direkte, als auch indirekte Anlagen sein. Zu den unzulässigen Anlagen aufgrund der AnlV gehören die Anlagen:

---

<sup>104</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 18 Buchstabe a, b und c AnlV (2010), S. 4

<sup>105</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 18 AnlV Buchstabe d (2010), S. 5

- *„in Konsumenten- und Betriebsmittelkrediten, in beweglichen Sachen oder in Ansprüchen auf beweglichen Sachen, sowie in immateriellen Werten,*
- *in Beteiligungen an Konzernunternehmen durch den Versicherer im Sinne des §18 AktG, wobei aber der Verordnungsgeber mehrere Ausnahmeregelungen und Einschränkungen kennt.*<sup>106</sup>

Diese Ausnahmeregelungen wurden im §2 Abs. 4 Nr. 3 AnlV durch die Änderungsverordnung wesentlich erweitert und somit wurden für den Versicherer noch weitere neue Anlagemöglichkeiten angeboten. Ohne Änderung und weiterhin zulässig bleiben *„die Beteiligungen an Konzernunternehmen, deren alleiniger Zweck das Halten von Aktien an konzernfremden Unternehmen oder von Immobilien ist“*.<sup>107</sup> Die Erweiterung der Ausnahmeregelung, die ab dem 1. Juli 2010 in Kraft getreten wurde, betrifft vor allem *„die Beteiligungen an Konzernunternehmen, deren alleiniger Zweck im Betrieb von Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energie besteht“*.<sup>108</sup> Eine solche Beteiligung an Konzernunternehmen ist aufgrund der Begründung nur in dem Fall zulässig, *„wenn sie auf die Erzielung regelmäßiger und langfristiger Erträge ausgerichtet sind“*.<sup>109</sup> In der Begründung wurden noch weitere Einschränkungen erfasst, die die Anlage in Beteiligungen an Konzernunternehmen abgegrenzt haben. Zu diesen gehören vor allem:

- *„nur eine passive Beteiligung des Versicherers*
- *keine Beeinflussung des operativen Geschäftes durch den Versicherer*
- *und keine Teilnahmen an der laufenden Projektentwicklung“*.<sup>110</sup>

Der Verordnungsgeber begründet die oben erwähnten Einschränkungen in dem Sinne, damit *„eine mögliche Korrelation mit der Tätigkeit und dem Wert des Versicherungsunternehmens,“* die durch die Anlage in Konzernunternehmen entstehen kann, ausgeschlossen wird.<sup>111</sup>

Die eingeführten Änderungen und Neuerungen kann man aus der Gesamtansicht als positiv beurteilen, da einerseits die sinnvollen und sicheren Anlagemöglichkeiten weiterhin beibehalten wurden und andererseits die risikoreichen Anlagemöglichkeiten ausgeschlossen wurden. Vielleicht bis auf eine Anlageform, die nach Meinung einiger pessimistischer Experten der Eigenschaften einer sicheren Anlagemöglichkeit überhaupt nicht entspricht. Und

<sup>106</sup> Legaldefinition §2 Abs. 4 Nr. 1 bis 4 AnlV (2010), S. 5

<sup>107</sup> Legaldefinition §2 Abs. 4 Nr. 3 AnlV (2010), S. 5

<sup>108</sup> Legaldefinition §2 Abs. 4 Nr. 3 AnlV (2010), S. 5

<sup>109</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Buchstabe d (2010), S. 12

<sup>110</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Buchstabe d (2010), S. 12 sowie Böhlhoff/Stamm, Alternative Investments unter AnlV und Solvency II (2010) S. 13

<sup>111</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 2, Buchstabe d (2010), S. 12

diese sind insbesondere die strukturierten Finanzderivaten oder genauer gesagt die ABS und CLN, die im §2 Abs. 1 Nr. 10 AnlV erfasst sind. Bei dieser Anlageform kann man nicht ganz überzeugt werden, ob diese die Grundsätze der Sicherheit erfüllen. Wie schon im Kapitel „5.2.2.3 Asset Backed Securities (ABS) und Credit Linked Notes (CLN)“ angedeutet wurde, sind diese Finanzinstrumente sehr komplexe, unübersichtliche und unverständliche, und im Endeffekt stellen größere Risiken als Sicherheiten der Kapitalanlagen dar. Auf der anderen Seite für die Beibehaltung dieser Anlageklasse als eine zulässige Anlageform spricht das geringere Volumen der Anlagen an allen Kapitalanlagen und die quantitativen und qualitativen Beschränkungen. Trotz all dieser Tatsachen sind aber diese nicht ausreichend sicher und problemlos und deswegen würden die risikoaverse Investoren eher ihre Ausschluss begrüßen.

Zurück aber zur Neuerung insbesondere zur Anlagemöglichkeit in Beteiligungen an Konzernunternehmen, deren alleiniger Zweck die Erzeugung von Strom aus erneubaren Energie ist. Die Zulässigkeit dieser Anlage und somit mehr freie Finanzmittel für dieses Segment der Wirtschaft kann ihr Wachstum deutlich beschleunigen, und noch darüber hinaus wird der Umweltschutz positiv beeinflusst. Weiter die Ermöglichung dieser Art der Anlagen kann noch weitere Vorteile bringen, die nicht nur für die Wirtschaft sondern auch für die Gemeinschaft als solche besonders wichtig sind. Zu diesen möglichen Vorteilen gehören vor allem die Verbesserung der Umweltbedingungen, die Reduzierung der Abhängigkeit an fossilen Kraftstoffen und die energetische Selbständigkeit des Staates. Darüber hinaus können durch die Nutzung der erneubaren Energie deutlich die Kosten, die aus klimaschädlichen Emissionen entstehen, reduziert werden.<sup>112</sup> Die Unterstützung einer solchen Anlagemöglichkeit der Versicherungsunternehmen kann man als besonders vorteilhaft und sinnvoll betrachten, weil diese für die Kapitalanleger eine langfristige und sichere Anlage gewährleisten können.

#### **5.2.4. Unveränderte Anlageformen des § 2 Abs. 1 AnlV**

Unserer Aufmerksamkeit können die anderen Anlageformen, die sich durch die dritte AnlV nicht geändert wurden, auch nicht entgehen. Hier wurden nur redaktionelle Änderungen getroffen, die die Bedeutung und Merkmale der Anlageformen nicht geändert haben. Zu diesen rechnet der Verordnungsgeber die Forderungen, die aber in mehreren Formen angelegt

---

<sup>112</sup> Vgl. Homepage Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit, (Zugriff am 6. 10. 2011), [http://www.bmu.de/erneuerbare\\_energien/kurzinfo/doc/3988.php](http://www.bmu.de/erneuerbare_energien/kurzinfo/doc/3988.php)

werden können, weiter verschiedene Arten der Schuldverschreibungen sowie die Aktien und die Öffnungsklausel.

#### **5.2.4.1. Forderungen**

Aufgrund des §2 Abs. 1 AnlV kann das gebundene Vermögen in verschiedenen Forderungen, je nach der Art, angelegt werden. Zu diesen gehören folgende Anlagen in Forderungen:

- Zulässig sind gemäß §2 Abs. 1 Nr. 1 Forderungen, „für die ein Grundpfandrecht an einem beleghen Grundstück oder grundstücksgleichen Recht besteht“, wobei sich aber diese Rechte auf ein EWR-Staat oder OECD-Vollmitgliedstaat beziehen müssen.<sup>113</sup>
- Mit Bezug auf das §2 Abs. 1 Nr. 2 AnlV sind diese die Anlagen in Forderungen, die ausreichend durch Geldzahlung gesichert sein müssen, oder einer Form von Wertpapierdarlehen gemäß §54 Abs. 1 bis 3 InvG entsprechen müssen.<sup>114</sup> Bei den Wertpapierdarlehen müssen noch die gleichwertigen rechtlichen Regelungen eines anderen EWR-Staates oder OECD-Vollmitgliedstaates erfüllt werden. Zur diesen Anlageform gehören noch die Anlagen in Forderungen, die für die Schuldverschreibungen (siehe nächstes Unterkapitel: Schuldverschreibungen) verpfändet oder gesichert sind.<sup>115</sup>
- Als nächster Art der Anlage in Form von Forderungen sind unter §2 Abs. 1 Nr. 9 geregelt. Hier handelt es sich um Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten gegen Unternehmen oder Genussrechten an Unternehmen, wobei das Unternehmen seinen Sitz in einem EWR-Staat oder OECD-Vollmitgliedstaat haben muss oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein muss.<sup>116</sup>
- Die AnlV gemäß §2 Abs. 1 Nr. 11 bietet den Versicherungsunternehmen noch eine weitere Anlagemöglichkeit in Forderungen an. Diese sind solche Forderungen, die in das Schuldbuch der Bundesrepublik Deutschland, eines ihrer Länder oder in eines des EWR-Staates sowie eines OECD-Vollmitgliedstaates eingetragen sind und weiter sind noch die Schuldbuchforderung mit einer nachträglichen Eintragung zulässig, aber dies muss innerhalb eines Jahres nach ihrer Ausgabe erfolgen.<sup>117</sup>

---

<sup>113</sup> Vgl. und Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 1 AnlV (2010), S. 1

<sup>114</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe a AnlV (2010), S. 2

<sup>115</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe b AnlV (2010), S. 2

<sup>116</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 9 Buchstabe a und b AnlV (2010), S. 3

<sup>117</sup> Vgl. §2 Abs. 1 Nr. 11 AnlV (2010), S. 3

Die Anlagen in allen, gemäß der AnlV zulässigen Forderungen gehören zu den wenig bedeutendsten Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen und vielleicht gerade aus diesem Grund wurden diese keiner Änderung unterworfen. Die Gesamthöhe der Kapitalanlagen in allen Forderungen waren im Jahr 2010 ungefähr 33.938 Mio. € und so mit einem 2,48%-en Anteil an allen Kapitalanlagen haben sich diese zu den wenig attraktiven Anlageformen eingeordnet.<sup>118</sup> Die Veränderung in diesen Kapitalanlagen war zum Vorjahr unbedeutend, was einem 0,04%-en Anstieg entspricht.

#### **5.2.4.2. Schuldverschreibungen**

Die Schuldverschreibungen als eine der bedeutendsten Anlagemöglichkeit der Versicherungsunternehmen sind in der AnlV in mehreren Anlageklassen aufgeteilt. Die Arten und insbesondere die Voraussetzungen unter welchen die Versicherungsunternehmen das gebundene Vermögen in Schuldverschreibungen anlegen dürfen, sind im §2 Abs. 1 Nr. 6 bis 8 AnlV im Detail erfasst. In den einzelnen Anlageklassen sind folgende festverzinsliche Schuldverschreibungen aufgelistet:

- *„Pfandbriefe, Kommunalobligationen und anderen Schuldverschreibungen von Kreditinstituten mit Sitz in einem EWR-Staat oder einem OECD-Vollmitgliedstaat.“<sup>119</sup>*  
Darüber hinaus gelten für die Kreditinstitute noch weitere Voraussetzungen wie z. Bsp. besondere Aufsichtspflicht, Anlagepflicht der aufgenommenen Finanzmittel, Gewährleistung der besonderen Deckungsmasse und noch andere.
- Schuldverschreibungen, die
  - an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen sind,
  - nachträglich, innerhalb eines Jahres auf Antrag in einen organisierten Markt einbezogen sind,
  - *„an einer Börse in einem Staat außerhalb des EWR zum Handel oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen sind.“<sup>120</sup>*
- anderen Schuldverschreibungen

Wie schon am Anfang dieses Unterkapitel angedeutet wurde, gehören die Schuldverschreibungen zu den wichtigsten und bedeutendsten Anlagemöglichkeiten der Versicherungsunternehmen, was in statistischen Daten einen ungefähr 30%-en Anteil an allen

---

<sup>118</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

<sup>119</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 6 AnlV (2010), S. 3

<sup>120</sup> Vgl. und Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 7 Buchstabe a, b und c AnlV (2010), S. 3

Kapitalanlagen darstellt. Dieser hohe Anteil der Schuldverschreibungen an allen zulässigen Kapitalanlagen beweist vor allem die Tatsache, dass diese Anlageform als eine der sichersten und am wenigsten risikoreichen Anlagemöglichkeit betrachtet wird. Diese Tatsache gilt aber nicht immer und unter allen Umständen, und darüber könnten wir uns in der Zeit der Finanz- und Wirtschaftskrise überzeugen. Auch bei sicheren Anlagen in Staatsanleihen (bzw. Staatsobligationen), die von einzelnen EU-Staaten wie z. Bsp. Griechenland, Irland, Spanien, Portugal und Italien emittiert werden, können in kurzer Zeit ein relativ hohes Risiko der Tilgung und des Wertverlustes aufweisen.

Nur für einen besseren Überblick, die großen deutschen Versicherungsunternehmen haben ihre Anlagen in EU-Staatsanleihen zum Stichtag 31. März 2011 insgesamt in der Höhe von 256.184 Mio. € gehabt, was einem 20,56%-en Anteil an allen Kapitalanlagen entspricht.<sup>121</sup> In diesem Anlagevolumen sind nur die direkten und über Spezialfonds gehaltenen Staatsanleihen eingerechnet, die Publikumsfonds nicht. Davon ist mehr als die Hälfte in deutschen EU-Staatsanleihen und nur etwa 8% in übrigen 26 EU-Staatsanleihen angelegt.

Besonders interessant ist die Entwicklung der Anlagen der deutschen Versicherungsunternehmen in EU-Staatsanleihen von Griechenland, Irland, Spanien, Portugal und Italien in Jahren 2010 und 2011. In diesem Zeitraum haben die deutschen Versicherungsunternehmen ihre Anlagen in diesen EU-Staatsanleihen deutlich reduziert. Zum Stichtag 31. März 2010 waren diese Anlagen insgesamt in der Höhe von 66.191 Mio. € und zum selben Stichtag im Jahr 2011 nur 38.494 Mio. €.<sup>122</sup> Die genauen Zahlen sowie die Veränderung im Jahr 2011 sieht man in der folgenden Tabelle.

---

<sup>121</sup> Vgl. Homepage NachDenkSeiten, Versicherungen und EU-Staatsanleihen, Tabelle 1, (06/2011), S. 2, (Zugriff am 15.10.2011), [http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610\\_02\\_bmf\\_versicherungen\\_und\\_eu-staatsanleihen.pdf](http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610_02_bmf_versicherungen_und_eu-staatsanleihen.pdf)

<sup>122</sup> Vgl. Homepage NachDenkSeiten, Versicherungen und EU-Staatsanleihen, Tabelle 2, (06/2011), S. 3, (Zugriff am 15.10.2011), [http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610\\_02\\_bmf\\_versicherungen\\_und\\_eu-staatsanleihen.pdf](http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610_02_bmf_versicherungen_und_eu-staatsanleihen.pdf)

Tabelle Nr. 4: EU-Staatsanleihen

EU-Staatsanleihen in Mio. €	März 2010	März 2011	Veränderung im Jahr 2011
Griechenland	5 833,01 €	2 709,63 €	-53,55%
Irland	7 127,36 €	3 893,43 €	-45,37%
Italien	27 791,17 €	20 043,07 €	-27,88%
Portugal	4 504,46 €	2 789,21 €	-38,08%
Spanien	20 934,69 €	9 058,80 €	-56,73%
<b>Summe</b>	<b>66 190,69 €</b>	<b>38 494,14 €</b>	<b>-41,84%</b>

Quelle: BMF, Versicherungen und EU-Staatsanleihen, Tabelle 2, (06/2011), S. 3

Der fast als ein halber Abstieg dieser Anlagen ist vor allem der Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise, und der Ratingherabstufung von einzelnen Staaten zuzuschreiben. Insbesondere die Ratingherabstufung der griechischen Staatsanleihen im Jahr 2010 haben den deutschen Versicherungsunternehmen gewisse Probleme zugeführt. Nach der Ratingherabstufung wurden die griechischen Staatsanleihen als Risikokapitalanlagen betrachtet, und in solchen Fällen gellten die gesetzlichen Vorschriften wie die Einordnung in die entsprechende Mischungsquote. Da die High-Yield-Quote und die Öffnungsklausel von je 5% des gebundenen Vermögens nach dieser Einordnung überschritten würden, wurde die BaFin in diesem Fall ein Auge zugedrückt und beanstandet die BaFin es nicht.<sup>123</sup> Dies war aber nur unter zwei Bedingungen möglich:

- keine Notverkäufe wegen der Einhaltung der High-Yield-Quote und
- keine Neuanlagen, solange die High-Yield-Quote überschritten wird.<sup>124</sup>

Diese Maßnahmen wurden durch die BaFin so erklärt, dass dadurch die prozyklischen Effekte vermindert werden, die Finanzmarktstabilität unterstützt wird und die Verluste bei Versicherungsunternehmen begrenzt werden.<sup>125</sup> Das Risiko bei solchen Ausnahmeregelungen liegt darin, dass diese in der Zukunft zu den Präzedenzfällen führen können. Für die Zukunft wäre es vielleicht besser für solche unerwartete Ereignisse eine genaue gesetzliche Regulierung zu finden, um solche Ausnahmeregelungen zu vermeiden können.

<sup>123</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Herabstufung griechischer Staatsanleihen (2010), S. 97

<sup>124</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Herabstufung griechischer Staatsanleihen (2010), S. 97

<sup>125</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Herabstufung griechischer Staatsanleihen (2010), S. 97

Ansonsten kann man aber festlegen, dass die Beschränkungen in dieser Anlageform relativ ausreichend sind. Und die führende und bedeutendste Position unter allen Kapitalanlagen bleibt im Global weiterhin der Anlagen in Schuldverschreibungen.

Zu diesen Tatsachen, die in diesem Kapitel angedeutet wurden, fallen mir noch zwei Fragen ein, die vielleicht mehr zur globalen wirtschaftlichen und politischen Situation gehören aber auf der anderen Seite deutlich die versicherungswirtschaftliche Lage beeinflussen.

- Ist es noch überhaupt möglich noch eine solche gesetzliche Regulierung zu finden, die diese unglückliche Situation an Kapitalmärkten und die Folgerungen der unzuverlässigen Wirtschaftsführung einiger Organisationen abwehren können?
- Wer hat die Staatsanleihen der fünf erwähnten EU-Staaten nach der Reduktion dieser Anlagen der Versicherungsunternehmen erworben? Hat diese Staatsanleihen die ECB erworben? Sind die neuen Gläubiger dieser Staatsanleihen die Staaten der EU und nicht mehr die Versicherungsunternehmen?

Diese Fragen müssen für die Zukunft aber vor allem für die Sicherstellung einer zuverlässig laufenden und stabilen Wirtschaft unbedingt beantwortet werden. Die Lösung muss aber so schnell wie es möglich zu kommen.

#### **5.2.4.3. Aktien**

Durch die dritte Änderungsverordnung sind auch die Anlagen in die voll eingezahlten Aktien, die im §2 Abs. 1 Nr. 12 AnlV erfasst sind, unverändert geblieben. Eine derartige Anlage ist nur dann erlaubt, wenn

- *„die Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, oder*
- *die Aktien an einer Börse in einem außerhalb eines EWR-Staates zum Handel oder dort an einem anderen organisierten Markt zugelassen sind.“<sup>126</sup>*

#### **5.2.4.4. Öffnungsklausel**

Unter der Öffnungsklausel, die im §2 Abs. 2 AnlV erfasst ist, können nur solche Anlagen angelegt werden, die die Voraussetzungen des §2 Abs. 1 nicht erfüllen und die quantitativen Beschränkungen des §3 mit Ausnahme des §3 Abs. 2 Nr. 4 übersteigen.<sup>127</sup> Diese Klausel ermöglicht den Versicherungsunternehmen von gesetzlich vorgeschriebenen auch

---

<sup>126</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 12 AnlV (2010), S. 3

<sup>127</sup> Vgl. Legaldefinition §2 Abs. 2 AnlV (2010), S. 5



abweichende Anlagen vorzunehmen, die aber durch die entsprechende Mischungsquote begrenzt sind. Kein Zweifel, dass diese Klausel für die Versicherungsunternehmen besonders vorteilhaftig ist.

### **5.3. Änderungen der Mischungsquote**

#### **5.3.1. Allgemeine Bestimmung der Mischung**

Die quantitative Beschränkung der Vermögensanlagen gehört zu einem der wichtigsten Bestandteil der AnlV. Die Versicherungsunternehmen richten sich natürlich auch bei dieser Art der Beschränkung nach der AnlV und des Rundschreibens sowie nach anderen rechtlichen Vorschriften. Im Rundschreiben sind diese Beschränkungen bzw. Mischungsquoten umfassender als in der AnlV erläutert. Die Hauptaufgabe der Mischung laut des Rundschreibens ist einerseits der Risikoausgleich, der durch die Begrenzung der Risiken zwischen den einzelnen Anlagearten erzielt werden soll, und andererseits die Sicherheit des gesamten Vermögensbestandes des Versicherungsunternehmens, die erreicht werden soll.<sup>128</sup> Der Verordnungsgeber und der BaFin kennen für verschiedene Anlagearten zahlreiche Mischungsquoten, wobei zwischen speziellen und allgemeinen Mischungsquote zu unterscheiden ist. Die AnlV sowie das Rundschreiben beinhalten eine Menge von speziellen Mischungsquoten für bestimmte Anlagearten, die aber erst in nächsten Unterkapiteln dargestellt werden. Die allgemeine quantitative Beschränkung gilt für die anderen Anlagearten, die keine spezielle Mischungsquote haben. Aufgrund des Rundschreibens gilt für derartige Anlagen eine Mischungsquote bis zu 50% des Anlagebestandes.<sup>129</sup> In diesem Fall ist es wichtig auch zu bemerken, dass „an die Sicherheit der Anlagen besonders hohe Anforderungen gestellt werden“.<sup>130</sup> Diese Bedachtsamkeit ist so begründet, dass diese Anlagearten eine Grundlage des Vermögensbestandes des Versicherungsunternehmens bilden und damit wird die Bedeckung der versicherungstechnischen Passiva gewährleistet. Darüber hinaus müssen die Versicherungsunternehmen bei direkten und indirekten Anlagen in

---

<sup>128</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.4. Mischung (2011), (Zugriff am 8. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>129</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.4. Mischung (2011), (Zugriff am 8. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>130</sup> Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.4. Mischung (2011), (Zugriff am 8. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

Wertpapierdarlehen (§2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe a AnlV) und in nicht notierten Schuldverschreibungen (§2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV) besonders Vorsichtig sein.<sup>131</sup> Eine vorsichtige Veranlagung des gebundenen direkten und indirekten Vermögens gilt auch in einem Staat, der nicht EWR oder OECD-Vollmitgliedstaat ist. Da in solchen Staaten das Risiko der Zahlungsunfähigkeit und der Nichterfüllung der vereinbarten Verbindlichkeiten größer ist als in oben genannten Staaten, müssen die Sicherheit und eine sorgfältige Überprüfung der Anlagebedingungen der höchsten Priorität aufweisen. Weiter aufgrund des Rundschreibens ist eine Überschreitung der 50% allgemeine Mischungsquote nur dann möglich, wenn die Risikokapitalquote, die höchstens 35% sein darf, nicht ausgeschöpft wird, und in dem Fall wenn keine Risikokapitalanlagen vorhanden sind, darf die allgemeine Mischungsquote höchstens 85% erreichen.<sup>132</sup> Und letztlich ist zu bemerken, dass die allgemeine und ebenso alle spezielle Mischungsquoten jeweils für das Sicherungsvermögen und das sonstigen gebundenen Vermögen gelten.

### **5.3.2. Änderungen in speziellen Mischungsquote**

#### **5.3.2.1. Hedgefonds – Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken**

Der ersten Änderung der Mischungsquote wurden die Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken die sogenannten „Hedgefonds“ (§§112 und 113 InvG) unterworfen. Änderungsverordnung hat paradox nicht die Höhe der Quote betroffen, die weiterhin auf 5%<sup>133</sup> bleibt, sondern sie hat nur die Merkmale und Voraussetzungen der Mischungsmöglichkeit von Hedgefonds geändert. Aufgrund §3 Abs. 2 Nr. 2 AnlV wurden die Vermögensanlagen in Rohstoffe mit der neuen AnlV von der Hedgefonds-Quote entnommen und so werden die Anlagen in Rohstoffe nunmehr separat geregelt (dazu mehr im nächsten Unterkapitel). Ehrlich gesagt, der ursprüngliche Arbeitsentwurf hat mit der Änderung der Mischungsquote von Hedgefonds gerechnet, aber die Erwartungen haben sich in die Änderungsverordnung nicht übersetzt. Wie schon oben erwähnt war, darf die Quote jeweils

---

<sup>131</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.4. Mischung (2011), (Zugriff am 8. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>132</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.4. Mischung (2011), (Zugriff am 8. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>133</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 2 Nr. 2 AnlV (2010), S. 6 und 7

5% des Sicherungsvermögens und sonstigen gebundenen Vermögens nicht übersteigen, und gleichzeitig müssen die Hedgefonds in die 35%-e Risikokapitalquote einbezogen werden.

Die oben andeutende Lockerung der Hedgefonds-Quote ermöglicht den Versicherungsunternehmen größere Anlagemöglichkeiten insbesondere durch eine Erhöhung des Anlagevolumens innerhalb dieser Mischungsquote. In welcher Richtung werden sich die Kapitalanlagen in Hedgefonds tatsächlich entwickeln, ist es heute noch zu früh prognostizieren. Im jeden Fall am Anfang des Jahres 2008 waren die Prognosen auf einen Aufstieg und auf eine Erhöhung der Attraktivität dieser Art der Anlage aufgrund eines Fachartikels sehr positiv, vor allem deswegen, weil sich die Hedgefonds „mit niedrigen Korrelation zu traditionellen Investments und in gemischten Portfolios mit reduzierten Volatilität“<sup>134</sup> gekennzeichnet sind. Aufgrund der unten stehenden Tabelle Nr. 5 sieht man seit dem Jahr 2008 bis heute noch keine wesentliche Änderung bezüglich der Erhöhung von diesen Anlagearten. Vielleicht ist dies mit den Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise verursacht, die gerade im Jahr 2008 ausgebrochen hat und dadurch die Finanzmärkte deutlich eingegriffen waren.

Darüber hinaus ist es wichtig auch das zu erwähnen, dass die Geschichte von Hedgefonds in Deutschland gegenüber den internationalen Hedgefonds relativ kurz ist. Zur einen wesentlichen Liberalisierung und Lockerung der deutschen Hedgefonds ist erst im Jahr 2004 durch das Investment-Modernisierungsgesetz gekommen<sup>135</sup>, was auch die Gesamthöhe der Kapitalanlagen in Hedgefonds beweist. In der folgenden Tabelle sieht man die gesamten Kapitalanlagen sowie den Anteil von Hedgefonds an allen Kapitalanlagen seit dem Jahr 2004 bis 2010.

---

<sup>134</sup> Busack/Sohl, AbsolutReport, Hedgefonds in Deutschland – Ein Marktüberblick (07,08/2008), S. 35

<sup>135</sup> Vgl. Homepage Bundesministerium der Finanzen, (Zugriff am 18. 10. 2011), [http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_39826/DE/BMF\\_\\_Startseite/Service/Glossar/H/001\\_\\_Hedge-Fonds.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_39826/DE/BMF__Startseite/Service/Glossar/H/001__Hedge-Fonds.html)

Tabelle Nr. 5: Kapitalanlagen der deutschen Versicherer in Hedgefonds

Hedgefonds	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kapitalanlagen in Mio. €	2 800 €	4 596 €	4 659 €	5 396 €	5 787 €	5 525 €	5 532 €
Anteil an gesamten Kapitalanlagen	0,31%	0,47%	0,45%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Quelle: Jahresbericht BaFin 2004 - 2010

Darüber hinaus kann man die deutsche Hedgefonds mit den internationalen Hedgefonds nicht vergleichen, da diese nicht ganz die typischen Merkmale eines internationalen Hedgefonds aufweisen. Typische Merkmale der deutschen Hedgefonds sind die Leerverkäufe und der Einsatz von Fremdkapital (Leverage).<sup>136</sup> Trotz der relativ guten Regulierung der Hedgefonds-Branche in Deutschland kommen dabei noch gewisse Probleme wie z. Bsp. die steuerliche Transparenz<sup>137</sup> oder der hohe Einsatz von verschiedenen Finanzinstrumenten (SWAPs, ABS, CLN usw.) vor. Weitere Gefahren und Risiken bei den Anlagen in Hedgefonds, die die Sicherheit von Anlagen gefährden, können aus der Komplexität und Unübersichtlichkeit entstehen. Diese Gefahren resultieren sich vor allem davon, dass die Versicherungsunternehmen oft kein Wissen über den Hintergrund dieser Hedgefonds haben. Zusammenfassend kann man mit eigenen Wörtern konstatieren, dass diese Änderung aus der Sicht der globalen Risikodiversifizierung von Anlagen in Ordnung war aber aus der Sicht der Anlagesicherheit hat sich das Ausfallrisiko erhöht.

#### 5.3.2.2. Mischungsquote der Rohstoffanlagen

Diese Änderung ist nur eine Reaktion auf die vorherige Änderung der Mischungsquote bei Hedgefonds. Die Investitionen in Rohstoffe wurden nunmehr nach der Änderungsverordnung separat im §3 Abs. 2 Nr. 3 AnlV geregelt. Die quantitative Beschränkung dieser Anlageart darf die Quote von 5% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögen nicht übersteigen, wobei aber noch der Ertrag oder Rückzahlung an Rohstoffrisiken gebunden sein muss.<sup>138</sup> Darüber hinaus müssen die Rohstoffrisiken die quantitative Beschränkung des §3 Abs. 3 AnlV und zwar die 35%-en Beteiligungsquote erfüllen. Diese Änderung, die zur

<sup>136</sup> Vgl. Stamm, Konferenz über Kapitalanlagen – AnlV in Düsseldorf (2010), S. 10

<sup>137</sup> Stamm, Konferenz über Kapitalanlagen – AnlV in Düsseldorf (2010), S. 10

<sup>138</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 2 Nr. 3 AnlV (2010), S. 6

Entlastung der Hedgefonds und zur eigenständigen Rohstoffquote geführt hat, soll aufgrund der Begründung zur Unterstützung der Investition in Rohstoffe über alle Sondervermögen sowie zur größeren Beteiligung an der Entwicklung des Rohstoffmarktes führen.<sup>139</sup> In mehreren Fachartikeln wurde geschrieben, dass diese Änderung ebenfalls zur Erhöhung der Risikodiversifizierung führen kann. Diese Tatsache wurde so begründet, dass *„die Wertentwicklung von Rohstoffen und z. Bsp. Aktien oder Rentenpapieren nicht in engen Wechselbeziehungen zu einander steht.“*<sup>140</sup> Durch diese kann man erwarten, dass das Ausfallrisiko im Global vermindern wird und damit die Sicherheit von Anlagen sichergestellt wird. Auf der anderen Seite muss man auch festlegen, dass die Anlagen in Rohstoffen eine relativ hohe Volatilität aufweisen und meistens auch mit spekulativen Geschäften verbunden sind.<sup>141</sup> Darüber hinaus aus der globalen wirtschaftlichen Sicht kann man annehmen, dass die Anlagen in Rohstoffe durch die spekulative Geschäfte auch die Preise von Rohstoffen für die Endverbraucher deutlich beeinflussen können. Was im Endeffekt das Lebensniveau von Leuten negativ beeinflussen kann.

Insbesondere aus diesen Gründen ist die Höhe der Mischungsquote auf 5% richtig, wenngleich könnte diese zum Anfang auch niedrigere sein, und es ist ganz klar auch die Einbeziehung der Rohstoffrisiken in die 35%-en Beteiligungsquote.

### **5.3.2.3. Mischungsquote der Anlagen in Forderungen und Gesellschaftsanteile**

Innerhalb der erwähnten Risikokapitalquote von 35% wurde im Sinne des §3 Abs. 3 S. 3 AnlV die Mischungsquote für Anlagen in

- Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten gegen Unternehmen oder Genussrechten an Unternehmen (§ 2 Abs. 1 Nr. 9 Buchstabe a AnlV) und
- Gesellschaftsanteile (§ 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV)

von bisherigen 10% auf 15% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens aufgehoben.<sup>142</sup> Das Ziel der Erhöhung dieser Quote war vor allem, ein attraktives Umfeld für die Anlagen in Beteiligungen zu schaffen. Der Verordnungsgeber weiter begründet diese Änderung *„als eine erweiterte Anlagemöglichkeit für indirekte Engagements in Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften (Öffentlich-Private Partnerschaften) im*

---

<sup>139</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 3, Buchstabe a (2010), S. 13

<sup>140</sup> Steck/Geiger, RdFI, Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft (1/2011), S. 20 und Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 8

<sup>141</sup> Vgl. Homepage Wikipedia, (Zugriff am 19. 10. 2011), <http://de.wikipedia.org/wiki/Rohstoff>

<sup>142</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 3 S. 3 AnlV (2010), S. 6

*Rahmen von Infrastruktur-Sondervermögen zu schaffen.*<sup>143</sup> Mit Bezug auf die statistischen Daten ab dem Jahr 2008 konnte diese Änderung erwartet werden. Diese Daten wie das Kapitalanlagenvolumen in einzelnen Anlageformen sind jährlich von BaFin erfasst und bekannt gemacht. Die Gesamthöhe der Kapitalanlagen in diesen zwei Anlageformen hat ab dem Jahr 2008 bis 2010 immer mehr als einen 10%-en Anteil an allen Kapitalanlagen erreicht, wobei aber die BaFin in ihrer Statistiken die Anlagen in Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeit separat auf die zwei zulässigen Arten nicht registriert; (Jahr 2008 = 12,1%, Jahr 2009 = 10,9% und Jahr 2010 = 11,1%<sup>144</sup>).

#### **5.3.2.4. Mischungsquote der Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds**

Die Mischungsquote der Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds wurde durch die Änderungsverordnung auch geändert, besser gesagt erweitert (§3 Abs. 5 AnlV). Die Höhe der quantitativen Beschränkung derartigen Anlagen bleibt weiterhin unverändert, und beträgt 25% des Sicherungsvermögen und des sonstigen gebundenen Vermögen. Diese Mischungsquote darf nicht überstiegen werden. Aufgrund der Änderungsverordnung wurde die Anlagemöglichkeit innerhalb dieser 25%-en Quote um die Anlagen

- in offenen (§2 Abs. 1 Nr. 15 und 16) und geschlossenen (§2 Abs. 1 Nr. 14) Immobilienfonds und
- in zugelassenen Gesellschafter-Darlehen an Immobiliengesellschaften (§2 Abs. 1 Nr. 4) erweitert.<sup>145</sup>

Unter diese Änderung ist nichts anderes als eine formelle Zusammenstellung der gleichartigen Kapitalanlagen zu verstehen. Eine Erhöhung dieser Quote ist derzeit überhaupt nicht nötig, weil auch die bisherige Mischungsquote bislang noch nicht ausgeschöpft war.

#### **5.3.3. Spezielle Mischungsquoten ohne Änderungen**

Um ein gesamter und voller Überblick zu schaffen, müssen auch die anderen Mischungsquoten erwähnt werden, die in der dritten AnlV ohne Änderung beibehalten wurden. Im nachfolgenden Unterkapiteln wurden die übrigen Mischungsquoten im Detail dargestellt.

---

<sup>143</sup> Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 3, Doppelbuchstabe bb (2010), S. 13

<sup>144</sup> Vgl. Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 6 (2009), S. 89 und Jahresbericht BaFin, Kapitalanlagen, Tabelle 7 (2010), S. 96

<sup>145</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 5 AnlV (2010), S. 6

### **5.3.3.1. Mischungsquote der Anlagen in Forderungen und andere Schuldverschreibungen**

Für diese zwei Anlageformen sind in der AnlV keine genauen speziellen Mischungsquoten erfasst, nun auf die Anlageweise wird durch den Verordnungsgeber deutlich hingewiesen. Also die quantitative Beschränkung besteht darin, dass die Anlagen in Forderungen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe a AnlV und in anderen Schuldverschreibungen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 8 AnlV auf ein vorsichtiges Maß begrenzt sind. Die gleiche quantitative Beschränkung gilt auch für Anlagen bei Schuldner mit Sitz außerhalb der EWR-Staaten, bei denen nicht sichergestellt ist, dass sich das Vorrecht des §77a VAG Gesetzes auf sie erstreckt.<sup>146</sup> Die Anlagen in Forderungen nach §2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe a AnlV wurden noch weiteren quantitativen Beschränkungen im Sinne des §3 Abs. 3 S. 2 AnlV unterworfen und zwar, dass diese auf die Risikokapitalquote von 35% anzurechnen sind.

### **5.3.3.2. Mischungsquote der Anlagen in ABS und CLN**

Die Mischungsquote der Anlagen in ABS und CLN im Sinne des §3 Abs. 2 Nr. 1 AnlV darf jeweils 7,5% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögen nicht übersteigen.<sup>147</sup> Hier in diesem Paragraf würden vielleicht für die Zukunft auch einige wesentliche Änderungen begrüßt und zwar in der Richtung der Senkung der Mischungsquote auf Minimum oder vielleicht auch ihre völlige Abschaffung. So wie schon im Kapitel „5.2.3. Unzulässige Anlageformen und Ausnahmeregelungen“ erwähnt wurde, würden mehrere Finanzskeptiker gar nicht protestieren, wenn diese Anlagemöglichkeit für die Versicherungsunternehmen nicht möglich wäre. Und da diese Art der Anlage überhaupt nicht zu den sicheren Anlagemöglichkeiten gehört, kann man nur wundern, dass diese in der 35%-en Risikokapitalquote nicht einbezogen ist.

### **5.3.3.3. Öffnungsklausel**

Die Anlagen, die im Rahmen der Öffnungsklausel gemäß §2 Abs. 2 AnlV angelegt werden können, wurden durch die Mischungsquote auf 5% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens begrenzt (§3 Abs. 2 Nr. 4 AnlV). Um die Interessen der Versicherten zu wahren, kann diese Quote bis auf 10% des Sicherungsvermögens und des

---

<sup>146</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 1 AnlV (2010), S. 5

<sup>147</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 2 Nr. 1 AnlV (2010), S. 5

sonstigen gebundenen Vermögens erhöht werden, wobei aber die Genehmigung der Aufsichtsbehörde notwendig ist.<sup>148</sup>

#### **5.3.3.4. Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds**

Die Möglichkeiten der Mischung sind bei diesen Anlagearten im Sinne der AnlV und des entsprechenden Rundschreibens sehr breit und auch kompliziert erfasst. Der Verordnungsgeber sowie die BaFin ermöglichen den Versicherungsunternehmen mehrere Mischungsarten, die von verschiedenen Umständen abhängen. *„Bei der Anlagen in Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und Auslandfonds gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnlV, die durch den Einsatz von Derivaten des InvG oder den entsprechenden Vorschriften eines anderen EWR-Staates ein erhöhtes Marktrisiko aufweisen, sind diese auf die 35%-en Risikokapitalquote anzurechnen.“*<sup>149</sup> Die genaue Bestimmung des Marktrisikopotentials ist nicht jederzeit und unter allen Umständen möglich zu ermitteln, und so in solchen Fällen ist der höchstzulässige Betrag bis zu 200% anzusetzen.<sup>150</sup> Diese oben erwähnten rechtlichen Beschränkungen gelten aber nur in dem Fall, wenn die jeweilige Vermögensstruktur mit erhöhtem Marktrisiko transparent ist. Soweit die jeweilige Vermögensstruktur nicht transparent ist, sind die oben genannten Anlagen voll auf die entsprechenden Beschränkungen des §3 AnlV angerechnet.

#### **5.3.4. Befugnisse der Aufsichtsbehörde im Rahmen der Mischung**

Die Mischungsquote der Anlagen in Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten (§2 Abs. 1 Nr. 9 AnlV), in voll eingezahlten Aktien (§2 Abs. 1 Nr. 12 AnlV), in Gesellschaftsanteilen (§2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV), in Hedgefonds (§3 Abs. 2 Nr. 2 AnlV) sowie in Rohstoffe (§3 Abs. 2 Nr. 3 AnlV) kann durch die Aufsichtsbehörde bis auf jeweils 10% des Sondervermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens herabgesetzt werden.<sup>151</sup> Die Herabsetzung dieser Quote ist nur unter bestimmter Bedingung möglich und zwar nur dann, wenn die Interessen der Versicherten und der Anlageschutz sichergestellt werden. Solche rechtliche Bestimmungen und die Befugnisse der Aufsichtsbehörde sind für die

---

<sup>148</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 2 Nr. 4 AnlV (2010), S. 6

<sup>149</sup> Legaldefinition §3 Abs. 4, S. 1 AnlV (2010), S. 6

<sup>150</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.6.2. Buchstabe d, Risikokapitalanlagen (2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html), (Zugriff am 22. 10. 2011), und Legaldefinition §3 Abs. 4, S. 2 AnlV (2010), S. 6

<sup>151</sup> Vgl. Legaldefinition §3 Abs. 6 AnlV (2010), S. 6



Kapitalanlagen positiv zu beurteilen, da die Flexibilität und die Problemlösungsfähigkeit der Kapitalanlagen deutlich beschleunigen können.

## **5.4. Änderungen der Streuungsregelungen**

### **5.4.1. Allgemeine Bestimmung der Streuung**

Falls die quantitative Beschränkung bzw. Mischungsquote im vorigen Kapitel als eine der wichtigste Bestandteil bezeichnet wurde, dann die schuldnerbezogene Beschränkung bzw. Streuung ist für die Kapitalanlagegesellschaften und die Sicherheit von Anlagen genauso wichtig und notwendig. Dies weist auch die Novelle der AnlV nach, die die Streuungsregelungen in mehreren Punkten wesentlich geändert hat. Die Streuungsregelung richtet sich ebenso wie die anderen Bestimmungen der Anlagen insbesondere nach §4 AnlV, die aber mit dem Rundschreiben der BaFin umfassend ergänzt ist. Sofern die Mischung als ein Risikoausgleich definiert ist, die Streuung ist wiederum eine Risikodiversifizierung. Mit Bezug auf das Rundschreiben unter Risikodiversifizierung versteht man *„eine Verteilung der Anlagen aller Art auf verschiedenen Aussteller bzw. Schuldner und bei Immobilien auf Objekte.“*<sup>152</sup> Der Sinn aber auch das Ziel der Streuung aufgrund des Rundschreibens liegt darin, dass durch die Streuung die Anlagehäufungen bei einzelnen Ausstellern bzw. Schuldnern und die ortsgebundene Schwerpunktbildung bei Immobilienanlagen vermeiden werden.<sup>153</sup> Anhand dieser ist es klar, dass bei der Streuung nicht die direkten und indirekten Anlagen im Vordergrund stehen, sondern vielmehr die Schuldnerkonzentration. Mit anderen Worten und vereinfacht gesagt, die Streuung ist eine Verteilung der Anlagen auf verschiedene Aussteller bzw. Schuldner.

Hier ist aber notwendig festzulegen, dass die allgemeine Streuungsquote im Sinne des §4 Abs. 1 S. 1 AnlV auf 5% des gebundenen Vermögens beibehaltet wurde, sowie auch das, dass auf diese Quote alle Anlagen anzurechnen sind, die auf ein und denselben Aussteller bzw. Schuldner entfallen und dass, diese Quote nicht übersteigen werden darf.<sup>154</sup> Innerhalb der

---

<sup>152</sup> Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.5. Streuung (2011), (Zugriff am 22. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>153</sup> Vgl. Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.5. Streuung (2011), (Zugriff am 22. 10. 2011), [http://www.bafin.de/nr\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nr_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>154</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 1 S. 1 AnlV, (2010) S. 6 und Homepage BaFin, Rundschreiben Teil B.3.5. Streuung (2011), (Zugriff am 22. 10. 2011),

Streuungsquote schreibt der Verordnungsgeber zahlreiche Beschränkungen und Ausnahmen vor, die sich von der allgemeinen Quote unterscheiden. Zur einen solchen Ausnahme gehört auch, wenn die Anlagen innerhalb einer Kapitalanlage bei ein und demselben Aussteller bzw. Schuldner in sich ausreichend gestreut sind.<sup>155</sup>

## 5.4.2. Änderungen der einzelnen Streuungsquoten

### 5.4.2.1. Allgemeine Streuungsquote

Eine der erheblichen Änderung der dritten AnlV im Rahmen der Streuungsregelungen (§4 AnlV) war vor allem auf die Verminderung der unerkannten Schuldnerkonzentration innerhalb der Kapitalanlagen gerichtet. Eine unerkannte Schuldnerkonzentration, die im Krisenfall negativ und unternehmensgefährdend auswirken kann, kann in dem Fall auftreten, wenn *„ein Versicherer in der Direktanlage und über Fondsanlage oft in den gleichen Anlagen investiert ist.“*<sup>156</sup> Diese Probleme, die auch als Klumpenrisiken oder „Risikokumul“ bezeichnet werden, sollten die neuen Streuungsvorschriften des §4 Abs. 1 S. 2 AnlV beseitigen bzw. vermindern. In dem erwähnten Paragraf wurde festgelegt, dass die Anlagen der zehn größten Aussteller bzw. Schuldner innerhalb eines Sondervermögens auf die allgemein geltende 5%-e Streuungsquote und auf die Quoten nach §4 Abs. 2, 3 und 4 AnlV anzurechnen sind.<sup>157</sup> Im Sinne des §4 Abs. 1 S. 3 AnlV sind die Verbindlichkeiten eines Dritten, wofür ein Aussteller gegenüber dem Versicherer die volle Gewährleistung übernommen hat, auch auf die allgemein geltende Quote anzurechnen.<sup>158</sup>

Zurück aber zur Änderung, die zur Verminderung der unerwünschten Schuldnerkonzentration bzw. zur Minimierung des Ausfallsrisikos von Kapitalanlagen führen soll. In der Versicherungsbranche ist normalerweise die Vermeidung der unerkannten Schuldnerkonzentration durch das Gesetz der großen Zahlen gelöst bzw. vermindert. Ziel dieses Gesetzes liegt darin, dass *„die versicherten Risiken hinsichtlich ihres Schadenseintrittes unabhängig voneinander sein müssen.“*<sup>159</sup> Diese neu eingeführte Beschränkung erscheint logisch und kann man eine Verminderung der unerkannten

---

[http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_\\_1104\\_\\_anlr\\_\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html)

<sup>155</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 1 S. 4 AnlV, (2010) S. 7

<sup>156</sup> Vgl. sowie Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe a (2010), S. 14

<sup>157</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 1 S. 2 AnlV, (2010) S. 6 und 7

<sup>158</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 1 S. 3 AnlV, (2010) S. 7

<sup>159</sup> Homepage Wikipedia, (Zugriff am 23. 10. 2011),

<http://de.wikipedia.org/wiki/Klumpenrisiko#Granularit.C3.A4t>

Schuldnerkonzentration erwarten. Darüber hinaus kann man vermuten, dass die Kapitalanlagen weniger von einem Ausfallrisiko bedroht werden und damit natürlich mehr sicher sein werden.

#### **5.4.2.2. Streuungsquote der Anlagen in Darlehen**

Die Streuungsquote der Anlagen in Darlehen (§2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV) bei ein und demselben Aussteller bzw. Schuldner hat der Verordnungsgeber in der Änderungsverordnung im Sinne des §4 Abs. 2 AnlV von 5% auf 30% erhöht.<sup>160</sup> Mit Bezug auf die Begründung war diese Änderung eine Reaktion auf die bisherige aufsichtsbehördliche Praxis, die das geringere Adressenausfallrisiko der einzelnen Ausstellers bzw. Schuldners bestätigt hat.<sup>161</sup> Unter Adressenausfallrisiko versteht man das Risiko der teilweisen oder ganzen Zahlungsunfähigkeit eines Ausstellers bzw. Schuldners. Neben der Quotenerhöhung wurde aber in der weiteren Fassung dieses Paragraphs für bestimmte Anlagen in Darlehen eine reduzierte Streuungsquote festgelegt. Diese Abweichung wurde dadurch begründet, dass einerseits diese 30%-e Streuungsquote bei den meisten Versicherungsunternehmen nur minimal ausgeschöpft wurde und andererseits „eine stärkere Verteilung der Kapitalanlagen auf mehrere Aussteller erreicht wurde.“<sup>162</sup> Darüber hinaus werden durch diese Änderung sowohl eine effektivste Verteilung der Schuldnerkonzentration als auch bessere Anlagebedingungen innerhalb der Streuungsquote erwartet. Bezüglich der letzten Argumentation kann man diese Neuerung als sinnvoll und sachgerecht beurteilen. Zurück aber zur abweichenden Regelung der Streuungsquote für Anlagen in Darlehen. Die reduzierte 15%-e Streuungsquote gilt für die nachfolgenden Anlagen:

- von ein und demselben Kreditinstitut (Sitz in der EWR- Staat oder OECD-Vollmitgliedstaat) in Schulverschreibungen, soweit diese durch eine kraft Gesetzes bestehende besondere Deckungsmasse gesichert sind,
- bei ein und demselben Kreditinstitut in solchen Anlagen, die durch ein Einlagensicherungssystem des Kreditinstitutes tatsächlich abgesichert sind,
- bei ein und demselben öffentlich-rechtlichen Kreditinstitut,
- bei ein und derselben multilateralen Entwicklungsbank.<sup>163</sup>

---

<sup>160</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 2 AnlV, (2010) S. 7

<sup>161</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe b (2010), S. 14

<sup>162</sup> Vgl. sowie Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe b (2010), S. 14

<sup>163</sup> Vgl. sowie Legaldefinition §4 Abs. 2 Nr. 1 bis 4 AnlV, (2010) S. 7

Vielleicht gerade mit Hilfe dieser Maßnahmen werden meine im Kapitel „5.2.2.1 Darlehen“ angedeutete Befürchtungen bezüglich des erhöhten Risikos der Anlageerweiterung in Darlehn an OECD-Vollmitgliedstaaten aufhören.

#### **5.4.2.3. Streuungsquote der Anlagen in Konzernunternehmen**

Der Verordnungsgeber hat für Anlagen in Konzernunternehmen im Sinne des §4 Abs. 3 AnlV eine Streuungssenkung von 5% auf 3% vorgenommen.<sup>164</sup> Diese Änderung ist in der Begründung so interpretiert, dass einerseits die Möglichkeit zur Vergabe von Anlagen (vor allem in Darlehen und Schulverschreibungen) innerhalb des Konzernunternehmens begrenzt wird und andererseits dadurch eine Reduzierung von Risiken für die Versicherungsnehmer aus der Ansteckungsgefahr bei der Konzernverflechtung verschafft wird.<sup>165</sup> Diese Änderung war vermutlich eine Reaktion an die Finanz- und Wirtschaftskrise, da gerade in dieser schwierigen Wirtschaftslage die Anlagen in Konzernunternehmen versagt haben. Weiter mit Bezug auf die Begründung können die Risiken daraus resultieren, dass die Finanzmittel innerhalb des Konzernunternehmens nicht geeignet eingesetzt werden und auch daraus, dass aufgrund einer Schieflage einer Konzerntochter die Anlagen, die bei der Konzernmutter realisiert wurden, an Wert verlieren werden.<sup>166</sup> Darüber hinaus hat gedroht, dass die Sicherheit der Anlagen in Konzernunternehmen nicht ausreichend gewährleistet werden kann, da diese Anlagen wenig übersichtlich und problemlos sind. Aufgrund dieser Begründungen war diese Quotensenkung nur eine logische Folge der Situation an Kapitalmärkten.

Weiterhin unverändert bleibt die Beschränkung der Quotenberechnung, wo die Anlagen beim Aussteller bzw. Schuldner und seinem Konzernunternehmen zusammengerechnet werden müssen.<sup>167</sup>

#### **5.4.2.4. Streuungsquote der Anlagen in Beteiligungen**

Eine wesentliche Liberalisierung der dritten AnlV, wie diese Änderungsverordnung in vielen Fachartikeln bezeichnet wurde, betrifft die Streuungsquote der Anlagen in Beteiligungen. Unter erwähnten Anlagen in Beteiligungen versteht der Verordnungsgeber insbesondere Anlagen gemäß §2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13 AnlV. Die Änderungsverordnung betrifft nicht nur die Streuungsquote sondern auch die Bezugsgröße. Anstatt der bislang geltenden

---

<sup>164</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 3 AnlV, (2010) S. 7

<sup>165</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe c (2010), S. 14

<sup>166</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe c (2010), S. 14

<sup>167</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe c (2010), S. 14

Streuungsgrenze von 10% des Eigenkapitals der Beteiligungsgesellschaft, wird nunmehr im Sinne des §4 Abs. 4 S. 1 AnlV die Streuungsquote von 1% des gebundenen Vermögens gelten.<sup>168</sup> Die bisherige Regelung wird aus der dritten AnlV entfallen. Der Verordnungsgeber erwartet aufgrund der Begründung eine deutlich größere Möglichkeit bzw. ein erweiterter Spielraum vor allem für Anlagen in Beteiligungen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung (kurz GmbH) und Kommanditgesellschaften (kurz KG).<sup>169</sup> Von dieser Änderung resultiert sich auch die Tatsache, dass ein Versicherungsunternehmen innerhalb der Anlagen in Beteiligungen nunmehr auch einen z. Bsp. 30%-en Anteile an einem GmbH oder KG erwerben kann. Inwieweit aber diese deutlich erweiterte Anlagemöglichkeit in Beteiligungen in den Zahlen und dem gesamten Anlagevolumen widerspiegelt wird, werden uns vielleicht schon die Statistiken des Jahres 2011 zeigen, die aber erst im Mai 2012 veröffentlicht werden. Die Zwischenergebnisse aus dem 2. Quartal der Jahren 2010 und 2011 haben bis jetzt auch noch keine besondere Änderung in der Höhe von Kapitalanlagen in Beteiligungen notiert.

#### **5.4.2.5. Streuungsquote der Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds**

Grundsätzlich hat sich die Streuungsquote für Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds nicht verändert. Die Quote bleibt nach der Änderungsverordnung im Sinne des §4 Abs. 5 AnlV weiterhin auf 10% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens unberührt. Hier ist nur zu erwähnen, dass durch die Änderungsverordnung die so genannte „Drei-Objekt-Grenze“ aufgehoben wurde, und dadurch die Beschränkungen dieser Streuungsquote lockert wird und auch erheblich verbessert wird.

Ansonsten die anderen Bestimmungen des §4 Abs. 5 AnlV wurden in ursprünglicher Fassung beibehalten. Wie z. Bsp. die Bestimmung in S. 2; *„die 10% Streuungsgrenze gilt auch für mehrere rechtlich selbstständige Grundstücke zusammengekommen, wenn sie wirtschaftlich eine Einheit bilden.“*<sup>170</sup>

---

<sup>168</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 4 S. 1 AnlV, (2010) S. 7

<sup>169</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 4, Buchstabe d (2010), S. 14 und 15

<sup>170</sup> Legaldefinition §4 Abs. 5 S. 2 AnlV, (2010) S. 7

### **5.4.3. Streuungsvorschriften ohne Änderung**

#### **5.4.3.1. Streuungsregelungen bei Holdingsunternehmen**

Die Regelungen bei Holdingsunternehmen, die im §4 Abs. 4 S. 2 AnlV erfasst sind, bleiben durch die Änderungsverordnung weiterhin unberührt. Diese ist in einem Fachartikel folgenderweise erklärt; wenn ein Unternehmen die Funktion einer Holding erfüllt, dann die Streuungsgrenzen beziehen sich nicht direkt auf die Holdingebene, sondern erst auf unterhalb liegender Ebene.<sup>171</sup> Das Ziel dieser Holdingsregelung liegt darin, dass die Streuungsgrenzen auf der allerersten Ebene anzuwenden sind, welche aber noch keine Attribute der Holding aufweisen.<sup>172</sup>

#### **5.4.3.2. Streuungsbeschränkung der Anlagen einer Pensionskasse**

Die schuldnerbezogene Beschränkung der Anlagen einer Pensionskasse war durch die Novelle der AnlV auch nicht verändert. Im Sinne des §4 Abs. 6 AnlV sieht der Verordnungsgeber für Anlagen einer Pensionskasse in ein Trägerunternehmen und dessen Konzernunternehmen eine Streuungsquote nicht mehr als 5% des gesamten Vermögens vor.<sup>173</sup> Das Trägerunternehmen ist laut des §7 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (kurz BetrAVG) und nach anderen Fachartikeln definiert als ein Unternehmen (bzw. ein Arbeitsgeber), das zur Durchführung seiner betrieblichen Altersversorgung entsprechende Zuwendungen der Unterstützungskasse leistet.<sup>174</sup> Weiter eine erhöhte Streuungsquote auf 15% des gesamten Vermögens gilt in dem Fall, wenn eine Pensionskasse von mindestens zwei und mehr Unternehmen getragen wird.<sup>175</sup>

### **5.5. Kongruenz und Übergangsregelung**

#### **5.5.1. Kongruenz**

Eine der letzte Teil der AnlV die Kongruenz, die im §5 AnlV und detailliert im Rundschreiben erfasst ist, fokussiert sich vor allem auf die Minimierung der Wechselkursrisiken bei der

---

<sup>171</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 9

<sup>172</sup> Vgl. Norton Rose Group LLP, Die Novellierung der AnlV (07/2010), S. 9

<sup>173</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 6 S. 1 AnlV, (2010) S. 7

<sup>174</sup> Vgl. §7 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BetrAVG, (2008) S. 6 und 7 sowie Homepage Altersversorgung für die Finanzwirtschaft (BVV), (Zugriff am 29. 10. 2011), <http://www.bvv.de/cms/de/int/glossar/glossar.jsp> Buchstabe T, Stichwort Trägerunternehmen

<sup>175</sup> Vgl. Legaldefinition §4 Abs. 6 S. 2 AnlV, (2010) S. 7

Kapitalanlagen. Die so genannte Kongruenzregelung richtet sich darauf, in welchen Vermögenswerten das gebundene Vermögen angelegt werden muss, und wobei diese im Sinne des §5 S. 1 AnlV auf dieselbe Währung lauten müssen, in der die Versicherungen erfüllt werden müssen.<sup>176</sup> Dabei gelten aber verschiedene Regelungen bei einzelnen Anlageformen, die im §5 S. 2 AnlV wie folgt erfasst sind:

- *„bei Anlagen in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte gilt die Währung des Staates, in dem diese belegen sind;*
- *bei Anlagen in Aktien und Anteilen gilt die Währung, in der diese in einem organisierten Markt einbezogen sind;*
- *anders ist, wenn die Anlagen in Aktien und Anteilen in einem organisierten Markt nicht einbezogen sind, gilt die Währung des Staates, in dem der Aussteller der Wertpapiere oder Anteile seinen Sitz hat.“<sup>177</sup>*

### 5.5.2. Übergangsregelung

Die Klausel über Übergangsregelung ist in diesem Fall gerechtfertigt, da die Änderungsverordnung in vielen wichtigen Punkten verschärft hat. Im Sinne des §6 AnlV und aufgrund der Begründung zur Änderungsverordnung soll die Übergangsregelung sicherstellen, welche Quoten und Bestimmungen für die neue und bereits getätigte Anlagen gelten.<sup>178</sup>

Im erwähnten Paragraph ist weiter festgelegt, dass die entsprechende Quoten der dritten Anlageverordnung erst bei neu ab 1. Juli 2010 abzuschließenden Kapitalanlagen zu beachten sind.<sup>179</sup> Und sichergestellt ist auch die Lage der schon vorhandenen Kapitalanlagen, die bis zur ihren Fälligkeit weiterhin im Sicherungsvermögen und sonstigen gebundenen Vermögen verbleiben.<sup>180</sup>

Diese Regelung hat ihre Berechtigung und konnte in der dritten AnlV nicht fehlen. Durch diese Übergangsregelung sollten die Unklarheiten und die strittigen Tatsachen, die mit den neu eingeführten Maßnahmen entstanden könnten, entfallen und damit sollte der reibungslose Übergang sichergestellt werden.

---

<sup>176</sup> Vgl. Legaldefinition §5 S. 1 AnlV, (2010) S. 7

<sup>177</sup> Legaldefinition §5 S. 2 AnlV, (2010) S. 7 und 8

<sup>178</sup> Vgl. Entwurf, Begründung, Teil B, Nr. 5, (2010), S. 15

<sup>179</sup> Legaldefinition §6 S. 1 AnlV, (2010) S. 8

<sup>180</sup> Legaldefinition §6 S. 2 AnlV, (2010) S. 8

## 6. Schlussfolgerung

### Deutsch

Die neu eingeführten Änderungen in der dritten AnlV haben die Anlagepolitik der Versicherungsunternehmen durch neue Chancen ausreichend liberalisiert und dadurch auch flexibel gemacht. Die wichtigsten und für die Anlagepolitik wohl bedeutendsten Änderungen waren ganz bestimmt die Zulässigkeit der Anlagen in Gesellschaftsdarlehen an Immobiliengesellschaften, die Ermöglichung der Beteiligung an Konzernunternehmen, deren alleiniger Zweck die Stromerzeugung aus regenerativen Energie ist, sowie die Änderung der Bezugsgröße innerhalb der Streuungsquote bei Anlagen in Beteiligungen. Besonders durch diese Änderungen werden die erwartete Risikodiversifizierung und die neuen Anlagemöglichkeiten, sowie einen erweiterten Spielraum für Versicherungsunternehmen erfüllt. Für mich gibt es keinen Zweifel, dass die wichtigste und für die Zukunft auch die bedeutendste Änderung der dritten AnlV die oben genannte Unterstützung der Stromerzeugung aus regenerativen Energie war. Neben den positiven Auswirkungen auf die Umwelt können dadurch verschiedene innovative und wissenschaftliche Programme innerhalb dieses Bereiches unterstützt werden. Diese Änderung eröffnet noch weitere und weitere Möglichkeiten in der Wirtschaft wie z. Bsp. neue sinnvolle Investitionen in Aufbau von Neuanlagen aber auch die Kostenersparnisse.

Darüber hinaus werden noch weitere Anlagemöglichkeiten durch die Entlastung der Hedgefonds-Quote von Rohstoffanlagen ermöglicht. Durch diese neue Anlagemöglichkeit und zwar durch die Bildung einer separaten Mischungsquote für Rohstoffanlagen werden leider auch die spekulativen Geschäfte ermöglicht und unterstützt, was meiner Meinung nach überhaupt nicht korrekt ist. Eben die Ermöglichung und die massive Ausdehnung von spekulativen Geschäften haben die Finanz- und Wirtschaftskrise im großen Teil verursacht. Umgekehrt zur Verringerung von spekulativen Geschäften hat die Änderung innerhalb der Anlagen in Gesellschaftsanteilen geführt. Nach der Novelle sind nur solche Gesellschaftsanteile zulässig, wenn „*das Unternehmen über ein Geschäftsmodel verfügt und unternehmerische Risiken eingeht.*“<sup>181</sup> Auf der anderen Seite wird diese Änderung als eine Einschränkung der Kapitalanlagen betrachtet.

---

<sup>181</sup> Legaldefinition §2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV (2010), S. 3 und 4



Die drohende Ansteckungsgefahr bei konzerninternen Anlagen wird dadurch verringert, dass die entsprechende Streuungsquote von 5% auf 3% reduziert wird. Über die gänzliche Beseitigung dieser Gefahr kann man natürlich nicht sprechen und die Risiken aus konzerninternen Verflechtungen können weiterhin drohen, nur werden diese geringer.

Neben den sinnvollen Änderungen hat die Novelle aus meiner Sicht auch einer weniger sinnvollen Änderung gebracht und zwar die Erweiterung der Anlagen in Darlehen an OECD-Vollmitgliedstaaten. Das Problem liegt hier darin, dass auch solche Staaten, die völkerrechtlich zu Großbritannien gehören, als OECD-Vollmitgliedstaat anzusehen sind, und bei diesen Staaten ein erhöhtes Risiko der Solvenz drohen.

Ansonsten kann man festlegen, dass die dritte AnlV in fast allen Punkten die Erwartungen des Verordnungsgebers erfüllt hat, und dass die neu eingeführten Änderungen in der Versicherungsbranche großenteils begrüßt wurden. Die sachgerechte Modifizierungen und die neue erweiterte Anlagemöglichkeiten und Chancen haben die Grundsätze der Sicherheit nicht beschädigt, wodurch die Erfüllbarkeit von Ansprüchen der Versicherungsnehmer nicht bedroht wird.

## **English**

The newly introduced changes in the third AnlV [German Ordinance on the Investment of Restricted Assets of Insurance Undertakings – translation's note] have liberalised sufficiently the investment policy of the insurance company by new chances and thus made it also flexible. The most important and perhaps the most significant changes for the investment policy were definitely the admissibility of the investments in shareholder loans in the real estate companies, the enabling of the participation in allied companies, whose only objective is the power generation from renewable energy sources, as well as the change in the reference value within the distribution quota in the investments in shareholdings. These changes respond to the expected risk differentiation and the new investment possibilities, as well as to the expanded margin for the insurance companies. I have no doubt that the abovementioned support to the power generation from renewable energy sources was the most important change of the third AnlV and also the most significant one for the future. Along with the positive effect on the environment, various innovative and scientific research programmes can also be supported in this area. This change opens further opportunities in the economy such

as, for example, new reasonable investments in the construction of new plants but also the cost savings.

Furthermore, additional investment opportunities are made possible by the easing of the hedge funds quota of the commodity investments. Unfortunately, this new investment opportunity and in particular the creation of a separate blending quota for commodity investments makes possible and supports also the speculative transactions, which I think is not correct at all. Actually, the enabling and the massive expansion of the speculative transactions have largely caused the financial and economic crisis. And vice versa, the change in the investments in company shares has led to reduction of the speculative transactions. According to the amendment, only such company shares are admissible when “*the company has a business model and takes entrepreneurial risks.*”<sup>182</sup> On the other hand, this change is considered as a restriction on the capital investments.

The threatening contagion danger in the corporate-internal investments is reduced by the reduction of the respective distribution quota from 5% to 3%. Of course the complete elimination of this danger is not possible, and the risks from the company-internal interrelation can continue further - they only become smaller.

I think that, along with the reasonable change, the amendment has brought also a less reasonable change, namely the expansion of the investments in the full member states of OECD. The problem here is that also such countries, which according to international law belong to Great Britain, are to be considered OECD member states, and such countries are under the menace of an increased insolvency risk.

Apart from that, it can be said that the third AnlV has fulfilled the expectations of the regulators in almost all points and that the newly introduced changes in the insurance industry were largely welcomed. The proper modifications and the new, expanded investment opportunities and chances have not damaged the security fundamentals, whereby the satisfying of the claims of the insurance policyholders is not threatened.

---

<sup>182</sup> Legal Definition, Art. 2 para 1 # 13 of AnlV (2010), pages 3 and 4

## **7. Zusammenfassung**

### **Deutsch**

In diesem Kapitel werden die, durch die dritte AnlV, eingeführten Änderung in Punkten aufgelistet und zusammengefasst. Folgende Änderungen wurden am 1. Juli 2010 in Kraft getreten:

- Erweiterung von Befugnissen für die Aufsichtsbehörde (§1 Abs. 4 AnlV)
- Erweiterung der Anlagemöglichkeit in Darlehen an OECD-Vollmitgliedstaaten, seine Regionalregierungen oder örtliche Gebietskörperschaften (§2 Abs. 1 Nr. 3 Buschstabe b AnlV)
- Zulassung von Anlagen in Darlehen an Immobilienunternehmen (§2 Abs. 1 Nr. 4 Buchstabe b AnlV)
- Klarstellung der Bedeutung der Risikotragung bei Anlagen in ABS und CLN (§2 Abs. 1 Nr. 10 AnlV)
- Verschärfung der Anlagen in Beteiligungen an Gesellschaftsanteile; Verfügung des Unternehmens über ein Geschäftsmodell und Eingehen eines unternehmerischen Risiko (§2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV)
- Abschaffung der „Drei-Objekt-Grenze“ bei Anlagen in Immobilien und Immobilienfonds (§2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe a AnlV)
- Erweiterung der Anlagemöglichkeit in geschlossenen Immobilienfonds (§2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe c AnlV)
- Anpassungsänderungen an InvG bei Anlagen in Investmentfonds, Investmentaktiengesellschaften und ausländischen Investmentanteilen (§2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnlV)
- Ermöglichung von Anlagen in multilateralen Entwicklungsbanken (§2 Abs. 1 Nr. 18 Buchstabe d AnlV)
- Ermöglichung von Anlagen in Beteiligungen an Konzernunternehmen, deren alleiniger Zweck die Stromerzeugung aus erneubaren Energie ist (§2 Abs 4 Nr. 13 AnlV)

- Schaffung einer separaten Mischungsquote für Anlagen in Rohstoffrisiken in der Höhe von 5% vor allem durch die Entlastung der Hedgefonds-Quote (§3 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 2 AnlV)
- Anhebung der Mischungsquote von 10% auf 15% für Anlagen in Gesellschaftsanteile und in Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten (§3 Abs. 3 Satz 2 AnlV)
- Einbeziehung von Anlagen in offenen und geschlossenen Immobilienfonds, sowie Anlagen in Gesellschaftsdarlehen an Immobiliengesellschaften in die 25%-e Immobilienfonds-Quote (§3 Abs. 5 AnlV)
- Einbeziehung der zehn größten Aussteller innerhalb eines Sondervermögens auf die allgemein geltende 5%-e Streuungsquote und auf die Quoten gemäß §4 Abs. 2, 3 und 4 AnlV (§4 Abs. 1 Satz 1 AnlV)
- Erhöhung der Streuungsquote bei Anlagen in Darlehen von 5% auf 30%, und Schaffung einer reduzierten Quote von 15% für einige Anlagen (§4 Abs. 2 AnlV)
- Reduzierung der Streuungsquote bei konzerninternen Anlagen von 5% auf 3% (§4 Abs. 3 AnlV)
- Änderung der Bezugsgröße innerhalb der Streuungsquote bei Anlagen in Beteiligungen; statt 10% des Eigenkapitals der Beteiligungsgesellschaft, jetzt 1% des gebundenen Vermögens (§4 Abs. 4 Satz 1 AnlV)

## English

In this section, the changes introduced by the third AnlV are listed and summarised. The following changes came into effect on the 1<sup>st</sup> of July 2010:

- Expanding the competences of the regulatory authority (Art. 1 para 4 of AnlV)
- Expanding the investment opportunity in loans to full member states of OECD, their regional governments or local regional authorities (Art. 2 para 1 # 3 Letter b of AnlV)
- Admitting of investments in real estate companies (Art. 2 para 1 # 4 Letter b of AnlV)
- Clarification of the meaning of the risk bearing for investments in ABS and CLN (Art. 2 para 1 # 10 of AnlV)
- Tightening the investments in participations in company holdings; regulation of the company through a business model and taking entrepreneurial risk (Art. 2 para 1 # 13 of AnlV)

- Elimination of the “Three object limit“ for investments in real estate and real estate funds (Art. 2 para 1 # 14 Letter a of AnlV)
- Expanding the investment opportunity in closed real estate funds (Art. 2 para 1 # 14 Letter c of AnlV)
- Adaptation changes of the InvG [Investment Act – translator’s note] for investments in mutual funds, investment share companies and foreign investment shares (Art. 2 para 1 # 15 to 17 of AnlV)
- Making possible the investment in multilateral development banks (Art. 2 para 1 # 18 Letter d of AnlV)
- Making possible the investment in shares of corporations whose sole objective is the power generation from renewable energy sources (Art. 2 para 4 # 13 of AnlV)
- Creation of a separate blending quota for investment in raw material risks at a 5% level above all by relieving the hedge funds quota (Art. 3 para 2 # 3 and # 2 of AnlV)
- Increasing the blending quota from 10% to 15% for investment in company shares and in receivables from subordinated liabilities (Art. 3 para 3 clause 2 of AnlV)
- Inclusion of investments in open and closed real estate funds, as well as investments in corporate loans to real estate companies in the 25% real estate fund quota (Art. 3 para 5 of AnlV)
- Inclusion of the ten largest issuers within a corporate entity in the generally valid 5% distribution quota and in the quotas according to Art. 4 para 2, 3 and 4 of AnlV (Art. 4 para 1 clause 1 of AnlV)
- Increasing the distribution quota for investments in loans from 5% to 30% and creation of a reduced quota of 15% for some investments (Art. 4 para 2 of AnlV)
- Reducing the distribution quota corporate-internal investments from 5% to 3% (Art. 4 para 3 of AnlV)
- Changing the reference quantity within the distribution quota in investments in participations; instead of 10% of the own capital of the investment company, now 1% of the tied assets (Art. 4 para 4 clause 1 of AnlV)

## 8. Literaturverzeichnis

Dr. Sven Zeller (Partner bei Clifford Chance – Frankfurt am Main), *Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens (AnlV)*, EUROFORUM-Praxistag zum Thema Kapitalanlagen – Neue Anlageverordnung für Versicherungen, Düsseldorf, 2010

Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG), „*Versicherungsaufsichtsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. 1993 I S. 2)*, das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 1. März 2011 (BGBl. I S. 288) geändert worden ist“

Andreas Steck, RA und Felix Geiger, Ass. jur., Recht der Finanzinstrumente, *Kapitalanlagen der Versicherungswirtschaft – Chancen und Restriktionen durch die Modifizierung der Anlageverordnung*, Heft 1, S. 15-21, Verlag Recht und Wirtschaft, (1/2011)

Tristan Nguyen und Robert D. Molinari, *Versicherungsaufsicht in Deutschland – Zur Notwendigkeit der Versicherungsregulierung in der Marktwirtschaft*, WHL Wissenschaftliche Hochschule Lahr, Nr. 9, Lahr (1/2009)

Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt, *U3l-Seminar „Finanzkrise“*, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt/Main, Wintersemester 2009/2010, (2010)

o. Univ. Prof. Dr. Jörg Finsinger (Lehrstuhl für Finanzdienstleistungen), *Moralisches Risiko (Moral Hazard) und Negative Risikoauslese (Adverse Selektion)*, Unterlagen FIDI Theorie Uni Wien, (2010)

Dr. Andreas Horsch (Habilitand), Dipl.-Ök. Dietmar Schölisch und Dipl.-Ök. Stefan Sturm (beide sind wissenschaftliche Mitarbeiter an der Ruhr-Universität Bochum), *Stress-Test: Regulierung der Kapitalanlagen von Lebensversicherungsunternehmen*, Finanz Betrieb - Fachverlag der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH, Ausgabe vom 3.12.2003, Heft 12, S. 850-858

Erste Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV), „Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch die Verordnung vom 12. August 2004 (BGBl. I S. 2176)“

Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2004), *Änderungen der Anlageverordnung*, S. 143-145, Bonn und Frankfurt am Main, (5/2005)

Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2007), *Verordnungen – Änderungen der Kapitalanlagevorschriften für Versicherer*, S. 78-81, Bonn und Frankfurt am Main, (4/2008)

Zweite Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV), „Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch die Verordnung vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3278)“

Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2010), *Versicherer, Anlageverordnung, Kapitalanlagen und Zusammensetzung der Risikokapitalanlagenquote*, S. 32-35, 86-87 und 95-100, Bonn und Frankfurt am Main, (4/2011)

Vierte Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV), „Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch die Verordnung vom 11. Februar 2011 (BGBl. I S. 250 )“

Claus-Peter Wagner, Financial Services, *Aktuelle Informationen für Finanzdienstleistungsunternehmen – Versicherungsaufsicht*, Verlag Ernst & Young Financial Services Newsticker, Ausgabe 3, (2011)

Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz – FMStFG), „*Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz vom 17. Oktober 2008 (BGBl. I S. 1982), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 9. Dezember 2010 (BGBl. I S. 1900) geändert worden ist*“

Norton Rose Group LLP Publications, *Briefing: Versicherungen – Die Novellierung der Anlageverordnung*, Edition Nr. 8310, Deutschland (7/2010)

Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2008), *Kapitalanlagen und Zusammensetzung der Risikokapitalanlagequote*, S. 81-86, Bonn und Frankfurt am Main, (4/2009)

Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2009), *Kapitalanlagen und Zusammensetzung der Risikokapitalanlagequote*, S. 88-96, Bonn und Frankfurt am Main, (4/2010)

Dritte Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV), „*Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), die zuletzt durch die Verordnung vom 29. Juni 2010 (BGBl. I S. 841 ) geändert worden ist*“

Bundesministerium für Finanzen, *Entwurf und Begründung einer Dritten Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung*, Berlin (25.7.2008); unveröffentlicht

Marc Böhlhoff (Partner FSI, Insurance Deloitte Düsseldorf ) und Hans Stamm (Partner Dechert LLP), „*Alternative Investments unter AnlV und Solvency II – Chancen und aktuelle Gestaltungen für die Kapitalanlage von Versicherungen*“, Verlag BAI Alternative Investment – Insight 4, (9/2010)

Investmentgesetz (InvG), „*Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 22. Juni 2011 (BGBl. I S. 1126) geändert worden ist*“



doc. Ing. Mária Klimková, PhD., *Vplyv finančnej krízy na bankový rating (Auswirkungen der Finanzkrise auf die Banken-Rating, Bratislava, 2009*

Mgr. Andrea Kaderová, PhD., *Rozdelenie kreditných derivátov (Aufteilung der Kreditderivaten)*, Beitrag zum Projekt VEGA Nr. 1/0547/08: *Metódy poistovania investičných rizík členských krajín Európskej únie (Methoden zur Absicherung von Investitionsrisiken der EU-Mitgliedstaaten)*, Bratislava, 2010

Michael Busack (Geschäftsführender Gesellschafter Absolute Research) und Stefan Sohl (Research und Analyse Absolute Research), Absolute Report Fachpublikation, *Hedgefonds in Deutschland – Ein Marktüberblick*, Absolute Report Nr. 44, S. 28-35, Hamburg, (6/2008)

Hans Stamm (Partner bei Dechert LLP), *Investitionsstrukturen für institutionelle Anleger (im Bereich Hedgefonds, Private Equity, Commodities)*, EUROFORUM-Praxistag zum Thema Kapitalanlagen – Neue Anlageverordnung für Versicherungen, Düsseldorf, 2010

Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (Betriebsrentengesetz - BetrAVG), „*Betriebsrentengesetz vom 19. Dezember 1974 (BGBl. I S. 3610), das zuletzt durch Artikel 4e des Gesetzes vom 21. Dezember 2008 (BGBl. I S. 2940) geändert worden ist*“

## **Internet:**

### **Homepage Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht**

*Kapitalanlagen,*

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Kapitalanlagen/kapitalanlagen\\_node.html?\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Kapitalanlagen/kapitalanlagen_node.html?_nnn=true); (Zugriff am 4.2.2011)

*Geschichte,*

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte\\_node.html?\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_722836/DE/BaFin/Grundlagen/Geschichte/geschichte_node.html?_nnn=true); (Zugriff am 8.2.2011)

*Solvency II,*

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Solvency2/solvency2\\_node.html?\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724054/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Solvency2/solvency2_node.html?_nnn=true); (Zugriff am 1.3.2011)

*Rundschreiben 4/2011 (VA) - Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen,*

[http://www.bafin.de/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs\\_1104\\_anlr\\_va.html](http://www.bafin.de/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs_1104_anlr_va.html); (Zugriff am 25.6. 2011 bis 22.10.2011)

*Kapitalanlagen der Erstversicherer – 4. Quartal 2010,*

[http://www.bafin.de/cln\\_152/nn\\_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Kapitalanlagen/Statistiken/stat\\_kapitalanlagen\\_4q2010.html](http://www.bafin.de/cln_152/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Unternehmen/VersichererUndPensionsfonds/Kapitalanlagen/Statistiken/stat_kapitalanlagen_4q2010.html)  
; (Zugriff am 4.7.2011)

### **Homepage Wikipedia – die freie Enzyklopädie**

*Forderungsbesichertes Wertpapier,*

[http://de.wikipedia.org/wiki/Forderungsbesichertes\\_Wertpapier](http://de.wikipedia.org/wiki/Forderungsbesichertes_Wertpapier); (Zugriff am 27.6.2011)

*Credit Linked Notes,*

[http://de.wikipedia.org/wiki/Credit\\_Linked\\_Note](http://de.wikipedia.org/wiki/Credit_Linked_Note); (Zugriff am 27.6.2011)

*Drei-Objekt-Grenze,*

<http://de.wikipedia.org/wiki/Drei-Objekt-Grenze>; (Zugriff am 30.6.2011)

*Rohstoff,*

<http://de.wikipedia.org/wiki/Rohstoff>; (Zugriff am 19.10.2011)

*Klumpenrisiko,*

<http://de.wikipedia.org/wiki/Klumpenrisiko#Granularit.C3.A4t>; (Zugriff am 23.10.2011)

### **Homepage Finanz-Lexikon.de**

*Risikokapitalquote,*

[http://www.finanz-lexikon.de/risikokapitalquote\\_4298.html](http://www.finanz-lexikon.de/risikokapitalquote_4298.html); (Zugriff am 2.2.2011)

*Asset Backed Securities (ABS),*

[http://www.finanz-lexikon.de/asset\\_backed\\_securities\\_\(abs\)\\_951.html](http://www.finanz-lexikon.de/asset_backed_securities_(abs)_951.html); (Zugriff am 27.6.2011)

### **Homepage boerse.de**

*direkte und indirekte Anlagen,*

<http://www.boerse.de/grundlagen/index/Direkt-und-indirekt-aktiv-und-passiv|33>; (Zugriff am 2.2.2011)

### **Homepage Kopp-Verlag.de**

*EU-Crash: Sind unsere Lebensversicherungen in Gefahr?*

<http://info.kopp-verlag.de/hintergruende/europa/michael-grandt/eu-crash-sind-unsere-lebensversicherungen-in-gefahr-.html>; (Zugriff am 27.6.2011)

### **Homepage Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit**

*Kurzinfo erneuerbare Energie,*

[http://www.bmu.de/erneuerbare\\_energien/kurzinfo/doc/3988.php](http://www.bmu.de/erneuerbare_energien/kurzinfo/doc/3988.php); (Zugriff am 6.10.2011)

### **Homepage NachDenkSeiten.de, Die kritische Website**

*Versicherungen und EU-Staatsanleihen,*

[http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610\\_02\\_bmf\\_versicherungen\\_und\\_eu-staatsanleihen.pdf](http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/110610_02_bmf_versicherungen_und_eu-staatsanleihen.pdf); (Zugriff am 15.10.2011)

### **Homepage Bundesministerium für Finanzen**

*Glossar – Hedgefonds,*

[http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_39826/DE/BMF\\_Startseite/Service/Glossar/H/001\\_Hedge-Fonds.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_39826/DE/BMF_Startseite/Service/Glossar/H/001_Hedge-Fonds.html); (Zugriff am 18.10.2011)

### **Homepage Altersversorgung für die Finanzwirtschaft (BVV)**

*Trägerunternehmen,*

<http://www.bvv.de/cms/de/int/glossar/glossar.jsp>;      Buchstabe      T,      Stichwort  
Trägerunternehmen, (Zugriff am 29.10.2011)

## 9. Lebenslauf

### **Persönliche Daten:**

Name: András Mészáros  
Adresse: Dolný diel 469/54, 930 40 Štvrtok na Ostrove, Slowakei  
Geburtsdatum / Ort: 18. Oktober 1982 / in Dunajska Streda, Slowakei  
Telefon: +421 905 668 834  
E-Mail: andras1810@yahoo.de

### **Studium:**

09/2001 – Universität Wien  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
(Diplomstudium Internationale Betriebswirtschaft)

### **Berufsausbildung:**

09/1997 – 06/2001 Handelsakademie Imrich Karvas Bratislava  
Hrobáková 11  
851 02 Bratislava, Slowakei

### **Berufserfahrung:**

12/2004 – Buchhaltung und Betriebswirtschaft  
AM - LAND GmbH, Stvrtok na Ostrove, Slowakei

12/2005 – Buchhaltung und Betriebswirtschaft  
BCS Slovakia GmbH, Stvrtok na Ostrove, Slowakei

06/2010 – Buchhaltung  
BAVA Slovakia GmbH, Stvrtok na Ostrove, Slowakei  
MML Building GmbH, Stvrtok na Ostrove, Slowakei

### **Sprachkenntnisse:**

Ungarisch:	Muttersprache
Slowakisch:	fließend
Deutsch:	fließend
Englisch:	verhandlungsfähig
Tschechisch:	verhandlungsfähig
Russisch:	Anfänger

### **Weitere Kenntnisse:**

EDV	Microsoft Office (Word, Excel, Power Point, Outlook)
	SAP (Grundkenntnisse)
	ELVIS (Buchhaltungssoftware für Doppelte Buchhaltung)
	KROS ALFA (Buchhaltungssoftware für Einfache Buchhaltung)
	KROS OMEGA (Lohn- und Gehaltssoftware)
	WinCAP (Schneidprogramm für Konturenschneidemaschinen)